

Karin Koivula

I vilket skede av fondens utveckling väljer investerare att teckna och lösa in fonder?

Pro gradu-avhandling i redovisning
Handledare: Ralf Östermark
Fakulteten för samhällsvetenskaper
och ekonomi
Åbo Akademi
Åbo 2018

ÅBO AKADEMI – FAKULTETEN FÖR SAMHÄLLSVETENSKAPER OCH EKONOMI
Abstrakt för avhandling pro gradu

Ämne: Redovisning
Författare: Karin Koivula
Arbetets titel: I vilket skede av fondens utveckling väljer investerare att teckna och lösa in fonder?
Handledare: Ralf Östermark
<p>Abstrakt:</p> <p>Syftet med avhandlingen är att undersöka i vilket skede av en fonds utveckling finländska investerare väljer att teckna och lösa in fonder. Data begränsas till fonder som finländska banker erbjöd under tidsperioden 2008–2016. I studien har totalt 61 fonders nettoteckning och utveckling undersökts, utifrån totalt 3 660 observationer.</p> <p>För att analysera fondernas utveckling och hur investerarna på den finländska marknaden väljer att placera sin förmögenhet har Pearsons korrelationskoefficient och en regressionsanalys använts. Sambandet mellan mängden nettoteckningar och avkastningen har undersökts med hjälp av olika kontrollvariabler. Teorin och tidigare forskning kring fondens nettoteckning och avkastning förespråkar ett starkt samband där nästan hälften av mängden nettoteckningar kan förklaras med fondens utveckling i form av avkastning.</p> <p>Resultatet i analysen indikerar att det finns ett svagt positivt samband mellan nettoteckningen och avkastningen, och detta samband är signifikant på en nivå på 1 %. Den multipla regressionsanalysen visar att nettoteckningen ökar med 0,027 enheter då avkastningen ökar med en enhet. Orsaker till att teorin och avhandlingens resultat inte överensstämmer kan bland annat vara sampelstorleken, den utvalda tidsperioden eller fenomenet dumma pengar.</p>
Nyckelord: Fond, nettoteckning, avkastning, regression, korrelation
Datum: 18.12.2018Sidantal: 69
Abstraktet godkänt som mognadsprov:

Innehåll

1. Inledning.....	1
1.1 Avhandlingens syfte	2
1.2 Avgränsning	2
1.3 Problemområde.....	3
1.4 Disposition	3
2. Fondmarknaden	5
2.1 Fondmarknaden i Finland.....	5
2.1.1 Kapitalmarknaden	10
2.2 Effektiva marknadshypotesen	10
2.2.1 Random walk-teorin.....	13
2.2.2 Capital Asset Pricing - modellen.....	14
2.3 Klassificering av fonder.....	15
2.3.1 Aktiefonder	17
2.3.2 Räntefonder	17
2.3.3 Blandfonder.....	18
2.3.4 Indexfonder	18
2.3.5 Specialplaceringsfonder	19
2.4 Teckning och inlösen av fonder	19
2.4.1 Säsongsvariationer	21
2.5 Aktiv och passiv fondförvaltning	22
2.5.1 Aktiv fondförvaltning	22
2.5.2 Passiv fondförvaltning.....	24
2.6 Teckningskostnader och avgifter.....	25
2.7 Avkastning	26
2.7.1 Risk och volatilitet	28
2.8 Portföljförvaltning	29
2.9 Dumma och smarta pengar	32
3. Tidigare forskning.....	34
3.1 Kapitalflödet och prestationen.....	34
3.2 Kapitalinflödet och fondförvaltning samt avgifter	37

4. Metod.....	41
4.1 Val av metod.....	41
4.2 Insamling av data.....	43
4.3 Hypoteser	44
4.4 Reliabilitet och validitet.....	46
5. Resultat	48
5.1 Korrelation med Pearsons korrelationskoefficient	49
5.2 Regressionsanalys.....	53
6. Diskussion och sammanfattning	58
6.1 Resultatet i förhållandet till hypoteserna och tidigare forskning	58
6.2 Faktorer som påverkar resultatet	60
6.3 Sammanfattning och slutsatser.....	63
6.4 Fortsatt forskning	64
Litteraturförteckning.....	66
 Bilaga 1 - Fonder som ingår i undersökningen	65
 Figur 1 - Totala fondkapitalet av finländska fonder mellan 1992 och 2017	7
Figur 2 - Marknadsandelen av finländska fondbolag i december 2017	8
Figur 3 - Investeringsfondernas fondandelsskuld till investerare fördelad på fondtyper och nettoteckningar totalt mellan 2008 och 2018	9
Figur 4 - Spridningsdiagram	51
 Tabell 1 - Beskrivande data statistik	48
Tabell 2 - Korrelation mellan nettoteckning och avkastning.....	49
Tabell 3 - Korrelation med kontrollvariablerna	52
Tabell 4 - Koefficienter med kontrollvariabler.....	54
Tabell 5 - Koefficienter utan kontrollvariabler	55

1. Inledning

Fondmarknaden i Finland och globalt har vuxit rejält under de senaste decennierna. En stor orsak till att fondmarknaden har vuxit är att allt fler finländare har blivit medvetna om placeringsfondernas olika fördelar. Den finländska investerarens kapital styrs allt mer mot sparande på fondmarknaden. Drivkraften bakom fondplacering är en önskan om att få en positiv avkastning på sitt kapital. Eftersom marknaden har vuxit mycket har detta lett till att även utbudet av placeringsalternativ har ökat. Marknaden har växt både kapitalmässigt och i antal fonder som erbjuds till investerare. Fondmarknaden i Finland är relativt ny i förhållande till Sverige och framförallt den amerikanska marknaden. Utvecklingen av placeringsmöjligheterna har medfört att en stor del av befolkningen har en begränsad kunskap i ett välgrundat beslut om hur kapital bör placeras. Allt fler investerare har börjat undvika de stora riskerna som följer av enbart aktieplacering och väljer att placera i olika fondalternativ. En stor fördel med fonder gentemot aktier är att investerare redan med en liten mängd kapital kan få en diversifierad portfölj och utspridd risk. Fonder erbjuder även chansen att placera utomlands och att placera sina tillgångar i annat än bara aktier.

Valet att placera kapitalet har en stor inverkan på hur privatpersonens eget kapital och ekonomi kommer att utformas. De låga räntorna på vanliga sparkonton och bankkonton gör att kapitalet på dessa konton flyttas mot alternativa och mer lönsamma alternativ såsom fonder. Ifall man inte har kunskap eller tid att förvalta sitt eget kapital erbjuder banker tjänster. Dessa tjänster går ut på att banken placerar kapitalet som privatpersonen har placerat i fondportföljer. Att placera i fonder är både lätt för investeraren och även ett bekvämt placeringsalternativ. Investeraren behöver nödvändigtvis inte själv lägga tid på att följa med hur marknaden utvecklas. Fördelen med fonder är att det är relativt enkelt att göra insättningar på och uttag från placeringsfonder. En annan fördel med placeringsfonder är att diversifieringen och tillgängligheten till professionell förvaltning.

En stor fråga inom fondbranschen är i vilket skede det lönar sig att investera i en fond. I avhandlingen kommer denna fråga vara central. Tidpunkten då investeraren skaffar fonder är viktig eftersom investerarens tillgångar är beroende på hur fonden utvecklas i fortsättningen. Fondens utveckling efter placeringen är viktig för investeraren, eftersom fondens prestation styr hur investerarens tillgångar växer eller minskar. Eftersom alla människor är nyttomaximerande individer vill investeraren nå det bästa resultatet. För att nå ett maximalt resultat kan man använda sig av olika metoder och strategier. Vissa individer väljer att investera då marknaden håller på att växa, medan andra investerare anser att det är bra att göra tilläggsinvesteringar då en fonds värde har gått ner, eftersom detta ofta leder till att fonden ökar i värde i framtiden.

Investeraren kan på den finländska marknaden välja mellan olika fondtyper och olika fondförvaltningsmetoder. De olika fondalternativen kommer att presenteras senare i avhandlingen. Fondförvaltningsmetoderna som används i avhandlingen är aktiv och passiv fondförvaltning.

1.1 Avhandlingens syfte

Syftet med avhandlingen är att undersöka i vilket skede av fondens utveckling finländska investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Har fondens utveckling en effekt på hur mycket kapital som placeras i fonden? I avhandlingen analyseras hur banken lyckas öka nyinvesteringen av kapital till fonderna, då fondförvaltare skapar mervärde till placerarna. I avhandlingen kommer bland annat nettoteckning och avkastningen användas som variabler. Tanken med fondförvaltning är att placeraren kan utnyttja arbetet som görs för att underlätta valet av hur kapitalet bör förvaltas.

1.2 Avgränsning

Avhandlingen kommer att avgränsas genom att endast undersöka finländska bankkoncerners fondbolag och utvecklingen av fonder som erbjuds ut av dessa bankägda fondbolag. Det data som används för avhandlingen har samlats in från åren

2008–2016. Tidsperioden avgränsas till denna tid eftersom det är intressant att se hur utvecklingen efter finanskrisen har påverkat investerare och eftersom fondkapitalet växte rejält efter finanskrisen.

1.3 Problemområde

En kontinuerlig fråga inom ämnet är ifall det faktiskt är möjligt att förutspå utvecklingen på marknaden, om en lyckad fondförvaltning speglar sig i mängden placeringar och i en hur stor grad denna placering påverkas av den lyckade fondförvaltningen. Hypotesen om effektiva marknaden säger att alla har samma information, men trots detta är aktivt förvaltade fonder populära i Finland. Eftersom den finländska fondmarknaden ännu är ung ger detta en möjlighet att undersöka utvecklingen och investerarens beteende. Ett problem inom studien kommer att vara hur signifikanta de olika variablerna är i regressionsanalysen och i vilken grad variablerna kommer att förutspå sambandet mellan nettoteckning och fondens utveckling. Kan man se ett signifikant förhållande mellan hur investerare väljer att placera sina tillgångar i olika fonder och hur dessa fonder presterar. Det finns flertal studier, varav vissa studier tas upp i bland annat avsnittet tidigare forskning, som undersöker förhållandet mellan aktiv fondförvaltning och passivfondförvaltning, men studier som direkt undersöker nettoteckningen och fondens utveckling är mer begränsad. Hur fonden är förvaltd kommer dock att påverka exempelvis transaktionskostnaderna vilket i sin tur är en av faktorerna som inverkar beslutet att teckna fonder. För att den aktiva fondförvaltningen ska vara lönsam, trots kostnaderna, krävs det att förvaltaren har kunskap och tillräcklig information för att lyckas prestera bättre än marknaden.

1.4 Disposition

Avhandlingen är uppdelad i fyra huvuddelar, dessa fyra delar är teori, metod, resultat samt diskussion och sammanfattning. I den första delen, det vill säga i kapitel nummer två, presenteras teorin kring fondmarknaden. Fondmarknaden i Finland

beskrivs eftersom avhandlingen avgränsas till investerare på den finländska marknaden, efter detta kommer teorin kring marknaden och olika faktorer som påverkar fonderna och deras klassificering. Underrubrikerna om teckning och inlösen, avkastning samt dumma och smarta pengar är väsentliga för avhandlingens syfte. Sista delen inom teorin är de tredje kapitlet om tidigare forskning kring ämnet och till vilka resultat dessa undersökningar har kommit fram till. Den andra delen av avhandlingen, det vill säga metoden i kapitel fyra, beskriver hur avhandlingens undersökning kommer att utföras. Vilka analyser som kommer att utföras på data samt hypotesen i avhandlingen kommer att presenteras. Resultatet är den tredje delen av avhandlingen och i detta kapitel presenteras resultaten i undersökningen. Den sista delen i avhandlingen är diskussion och sammanfattning, där resultatet från undersökningen kommer att analyseras.

2. Fondmarknaden

En stor del av fondbolagen i Finland är ägda av banker eller försäkringsbolag, bland de största fondbolagen i Finland finns flertal bankägda bolag som kommer presenteras senare i kapitlet. Placeringsfonderna har i Amerika generellt sett en större roll än de europeiska placeringsfonderna på grund av större efterfrågan på aktier. En av orsakerna är kulturella skillnader och att bankerna har ett större inflytande och roll i Europa än i Amerika, där fondbolag som inte ägs av banker har en större inflytande (Otten & Schweitzer, 2002). Det finns även stora skillnader inom Europa, Finland är väldigt bankcentrerat och de finländska hushållen sparar i stor utsträckning sina pengar på bankkonton. Att spara på bankkonto är den mest populära formen för sparandet i Finland. Informationen om fondsparande sprids inte i Finland på samma sätt som i andra nordiska länder, vilket är en ytterligare orsak till att fonder inte är så populära i Finland som i andra länder. Sandvall (2001) anser att fonder inte på ett effektivt sätt har inkluderats i det finländska pensionssystemet, vilket är en orsak till att fondmarknaden i Finland inte är lika utvecklad som i vissa andra länder. Nuförtiden är dock fonderna inkluderade i pensionssystemet, vilket även syns i fondernas totala utveckling.

Fondbolagen administrerar och sköter förvaltningen av fonder för investerare, och får en ersättning för detta arbete i form av provisioner och olika avgifter. Fondbolagen fungerar som juridiska enheter och har en skild ekonomi från fonderna. De förvaltade fonderna ägs av investerarna och därmed kan inte fondbolaget disponera fondernas tillgångar för sin egen verksamhet. Fondbolagen ska utge årsberättelse och delårsbokslut för varje enskild fond, genom dessa ska det vara möjligt att bedöma fondernas utveckling och ställning. Fondbolagen har även börjat ange riskerna för de olika fonderna.

2.1 Fondmarknaden i Finland

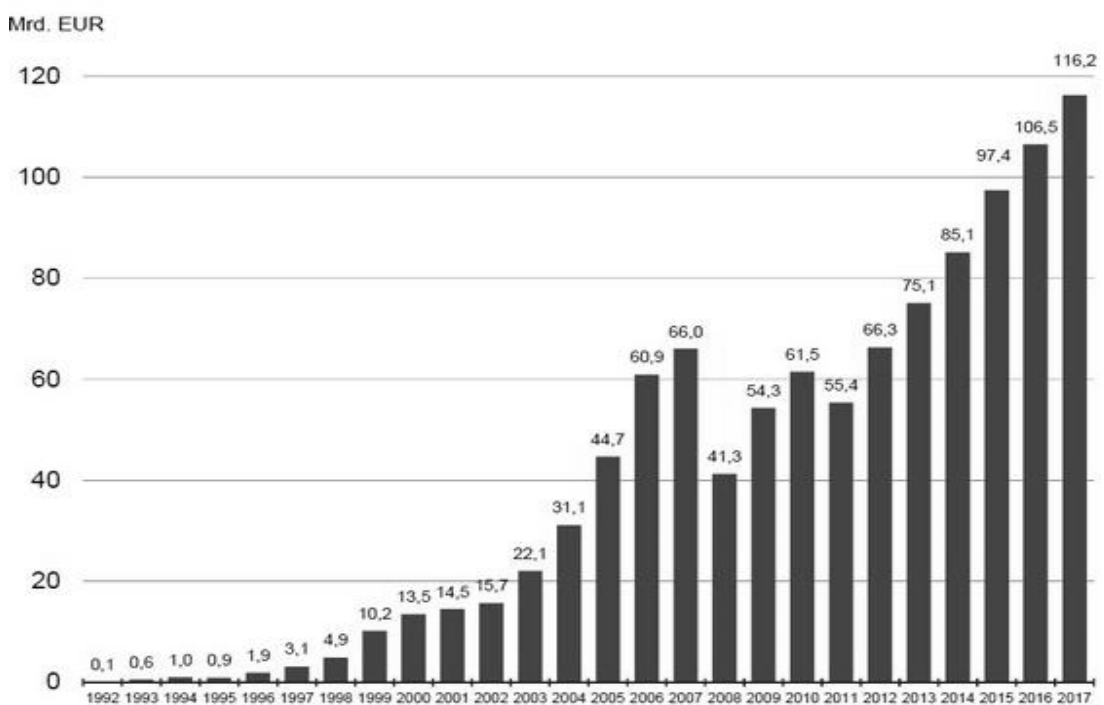
Den finländska fondmarknaden är relativt ny i jämförelse med amerikanska fondmarknaden. De finländska placeringsfonderna har uppkommit år 1987 då

Finlands lag om placeringsfonder stadgades. År 1992 blev det tillåtet för utländska investerare att placera i finländska fonder. Den finländska fondmarknaden upplevde den snabbaste tillväxten i hela Europa mellan 1996 och 2000. Finansmarknaden i Finland har redan en längre tid varit bankcentrerad och i jämförelse till andra europeiska länder har den finländska fondmarknaden utvecklats sent (Korkeamäki & Smythe, 2004). Förr sparade människor sina pengar på vanliga bankkonton eftersom ränteläget var gynnsamt för denna sorts sparande. Nu har det blivit alltmer vanligt att investera i placeringsfonder, då räntorna är låga och sparande på vanliga bankkonton inte mera är lika gynnsamt. Efter lagförändringarna som skedde i början av 1990-talet började kapitalet i de finländska fonderna att växa. Tillväxten på placeringsfonder kan ha många förklaringar, men fördelarna och flexibiliteten av placeringsfonder jämfört med andra placeringsalternativ gör placeringsfonder till ett lätt placeringsformat för vanliga hushållssparare. Placeringsfonder accepterar ofta mindre summor, vilket gör att småinvestorer har möjlighet att placera mindre summor på fonderna. Likviditeten ses även som en fördel, då vinsten kan realiseras inom några dagar. Det finns även en trygghet med placeringsfonder, då lagstiftningen i Finland och myndigheterna övervakar placeringsfondernas verksamhet. År 1992 fanns det endast 10 placeringsfonder i Finland. I januari 2018 fanns det totalt 538 placeringsfonder i Finland, varav 275 var aktiefonder, 145 obligationer, 58 blandfonder, 27 fastighetsfonder, 14 hedgefonder samt 10 penningmarknadsfonder (Finlands bank, 2018a).

I figur 1 nedan presenteras utvecklingen av de finländska placeringsfondernas totala tillgångar mellan åren 1992 och 2017. Fondkapitalet har ökat från 100 miljarder år 1992 till 116,2 miljarder år 2017. De första åren efter att lagen om placeringsfonder trädde i kraft har det inte placerats mycket pengar i de finländska placeringsfonderna. Den finska markens växelkurs släpptes fri under hösten 1992 och då blev det möjligt för investerare från övriga länder att investera i finländska fonder. Efter detta har den finländska fondmarknaden växt exponentiellt med undantag under finanskrisen. Finanskrisen år 2007–2008 syns tydligt i figuren, då det totala kapitalet i fonderna sjönk från 66 miljarder år 2007 till 41,3 miljarder år 2008. Fondernas sammanlagda kapital minskades med ungefär 25 miljarder euro under finanskrisen, det vill säga

37,4 % av fondkapitalet. Cirka 54 % av minskningen orsakades av att värdet på de underliggande tillgångarna sjönk, medan den resterande delen av minskningen orsakades av att kapitalet flyttades till andra tillgångar (Savolainen, 2009). Enligt Savolainen (2009) drabbades räntefonder mest av finanskrisen i Finland.

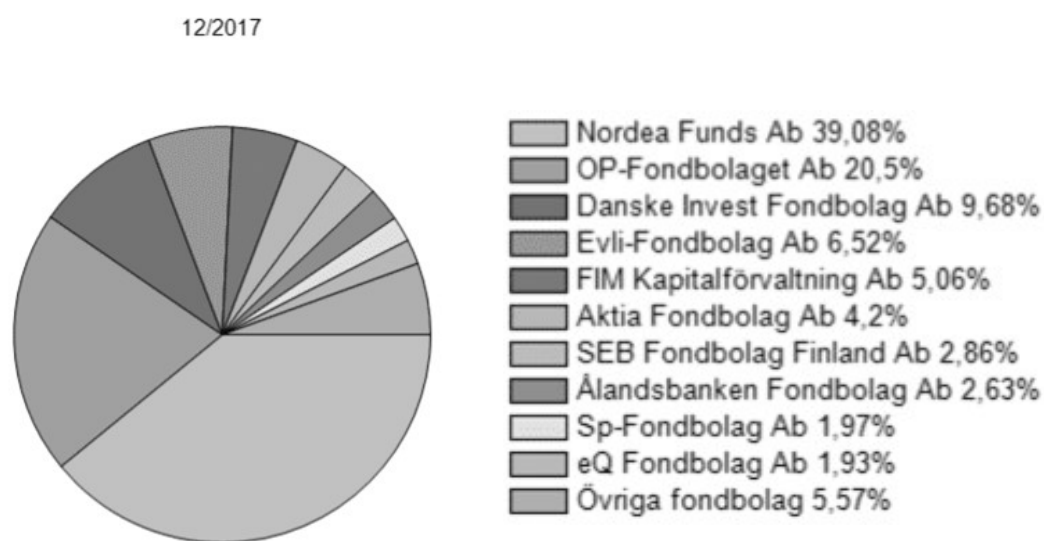
Det är inte bara antalet fonder och fondkapitalet som ökat genom åren, utan även antalet fondbolag. Under året 2017 investerades 4,5 miljarder euro nytt kapital i fonder registrerade i Finland. Den globala marknadsutvecklingen påverkade även på fondernas tillgångar med ungefär 5 miljarder euro. Aktiefonder genererade i genomsnitt 9,5 procents avkastning och räntefonders avkastning var även god. (Suomen Sijoitustutkimus Oy lehdistötiedote 2018) Enligt Suomen Sijoitustutkimus (Lehdistötiedote, 2018) var den mest gynnsamma aktiefonden Europa som gav den största avkastningen. Placeringsfonden Europa var mest framgångsrik i Sharpe-förhållandet av avkastning och risk. Ju högre Sharpe-värde desto bättre har fonden presterat i förhållande till risken. Finansanalytikern Elina Salminen (Suomen Sijoitustutkimus, 2018) anser att tillväxten i den globala ekonomin förväntas öka ytterligare år 2018 och därmed kommer företagens resultat att öka.



Figur 1 - Totala fondkapitalet av finländska fonder mellan 1992 och 2017

Källa: Suomen Sijoitustutkimus 2017

I figur 2 presenteras de tio största fondbolagens marknadsandelar i december 2017. Nordea Funds Ab har redan länge varit marknadsledande på den finländska fondmarknaden, och har år 2017 en marknadsandel på 39,08 %. I figur 2 kan man tydligt se att den finländska fondmarknaden domineras av bankägda fondbolag med deras stor marknadsandel. Sju av de tio fondbolagen är bankägda fondbolag eller bank som specialiserar sig på placering. Nordea Funds Ab, OP-Fondbolaget Ab och Danske Invest Fondbolag Ab har tillsammans en marknadsandel på 69,26 %. Av dessa tio fondbolag har eQ Fondbolag den minsta marknadsandelen på 1,93 %. I figur 2 kan man även se att bland de största fondbolagen på marknaden är en stor del bankägda fondbolag.

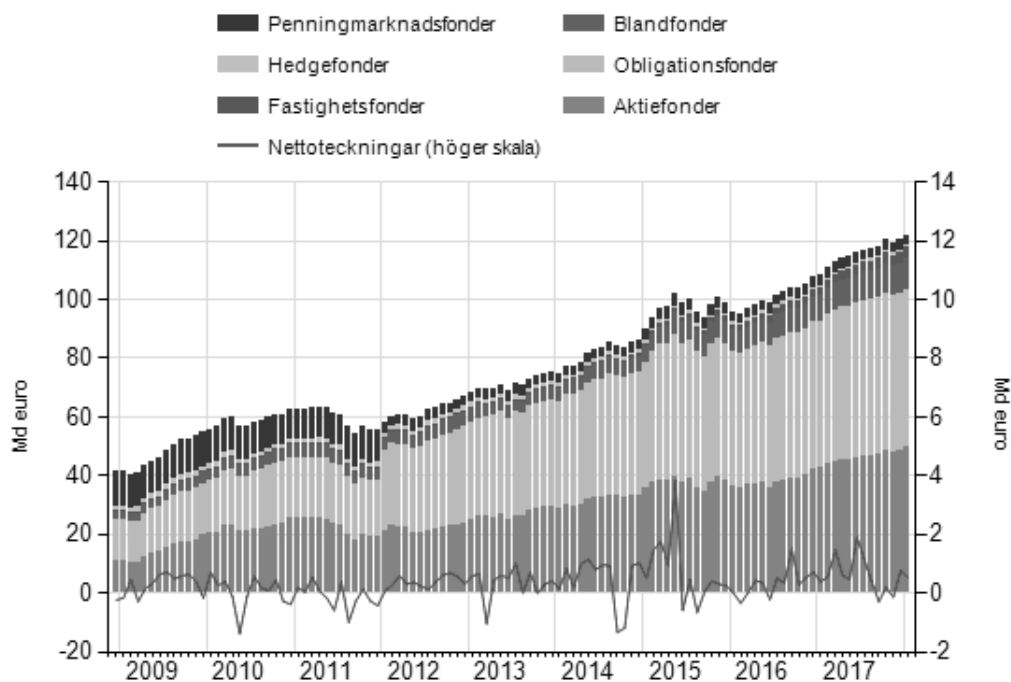


Figur 2 - Marknadsandelen av finländska fondbolag i december 2017

Källa. Finansinspektionen 2018

I figur 3 illustreras olika typer av finländska placeringsfonders antal och nettoteckningar från åren december 2008 till januari 2018. Obligationsfonder och

aktiefonder är populäraste formen av placeringsfonder bland finländska investerare. Dessa två former av placeringsalternativ hade tillsammans totalt över 100 miljarder euro i fondkapital. Både obligationsfonder och aktiefonder har ökat konstant längs med åren. De finländska placerarna väljer att antingen placera sina tillgångar i obligationsfonder som har låg risknivå eller i motsatsen som är aktiefonder med en hög risk. Blandfonder som är en blandning av de två tidigare nämnda fonder är inte lika populär bland finländska investerare, dock har även denna form av placeringsalternativ haft en liten ökning sedan 2012. Penningmarkandsfonder, hedgefonder och fastighetsfonder har minsta kapitalet i jämförelse med de övriga. Penningmarknadsfondens kapitalandel har till och med minskat från den andel som var under tidsperioden 2008–2011. Antalet fondkapital förklaras med hur nettoteckningarna har fluktuerat under perioden. År 2015 var nettoteckningen som bäst med cirka 4 miljarder medan i början av 2018 var nettoteckningen cirka 0,5 miljarder. Nettoteckningens fluktuering ses även i figuren nedan som linjen.



Figur 3 - Investeringsfondernas fondandelsskuld till investerare fördelad på fondtyper och nettoteckningar totalt mellan 2008 och 2018

Källa: Finlands bank, 2018b

2.1.1 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden är en marknadsplats där köpare och säljare, som via bland annat förmedlare lätt kan hitta varandra. Aktörerna på denna marknad kan delas in i två huvudgrupper, de som vill investera sina tillgångar och de som behöver tillgångar. På kapitalmarknaden erbjuds olika placeringsalternativ med olika risk och avkastningsnivåer. Investerare kan välja mellan olika investeringar med olika risker, avkastningar, tider och ändamål. Huvudregeln på kapitalmarknaden är att en mer riskfylld placering förväntas ge en högre avkastning än en placering med mindre risk, en längre placeringstid ökar på risken av investeringen. Förmedlarna på denna marknad kan vara bland annat banker eller andra förvaltningsföretag. Förvaltarna erbjuder hjälp med att omvandla kapitalet på marknaden till nya värdepapper som de kan erbjuda sina kunder, exempelvis fonder och aktieindexlån. Aktörerna på kapitalmarknaden delas även in i en marknad för riskkapital, *aktiemarknaden*, och en marknad för lånat kapital, *kreditmarknaden*. Kreditmarknaden kan sedan delas in i två fortsatta delar; penningmarknaden och obligationsmarknaden. Penningmarknaden är kortfristiga upplåning vars löptid är upp till ett år medan obligationsmarknaden är långfristiga lån vars löptid över ett år. På en perfekt kapitalmarknad är inga värdepapper felprissatta, detta skulle betyda att fondförvaltarnas uppgift att hitta felprissatta värdepapper inte skulle existera. På en fullständigt effektiv marknad skulle fonderna med lägsta förvaltningskostnader och administrationskostnader uppleva den högsta nettoavkastningen. Det är viktigt att ta upp teorin kring effektiva marknadshypotesen för att förstå sig på marknaden och effektiviteten av marknaden samt vad detta innebär för investerare och fondförvaltare.

2.2 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen utgår ifrån att all relevant information reflekteras redan i priserna, vilket i sin tur betyder att det borde vara omöjligt att förutspå framtida priser på en tillgång baserat på historisk information (Fama, 1970). På en

effektiv marknad finns det två grundläggande resonemang om risktagning. Dessa resonemang är att 1) om två placeringar förväntas ge samma avkastning så föredrar investeraren den som har mindre risk och 2) om två placeringar har samma risk väljer investeraren den som har högre avkastning. Effektiv marknad tas upp i flera av de tidigare forskningarna och är grunden till ifall informationen på marknaden kan användas för att nå ett bättre resultat. Detta kan förknippas med fonder utveckling och huruvida tidpunkten som investeraren väljer att teckna eller fonder. En effektiv marknad betyder enligt hypotesen att man inte kan förutspå framtida prisförändringar, vilket leder till att investeraren inte kan veta ifall fonden kommer att växa eller minska i värde efter anskaffningstidpunkten.

Fama (1970) beskriver att den effektiva marknaden kan delas upp i tre nivåer: svag, mellanstark och stark.

- På en *svag* effektiv marknad använder marknaden sig av historisk information vid prissättningen. Detta leder till att det inte finns möjlighet att förutspå framtida priser utifrån historisk prissättning och därmed göra överavkastning.
- På en *mellanstark* effektiv marknad är all offentlig och historisk information reflekterad i tillgångarnas pris. All information blir direkt tillgänglig för alla investerare, vilket i sin tur innebär att det inte går att göra överavkastning genom att exempelvis använda sig av teknisk eller fundamental analys.
- På en *stark* effektiv marknad är insiderinformation inte lönsamt. Detta innebär att den extra information som inte är tillgänglig för allmänheten som chefer och styrelse sitter på, inte kan generera överavkastning.

Dessa tre nivåer är förknippade med varandra på så vis att marknaden måste uppfylla villkoren för den första nivån, det vill säga den svaga, för att kunna uppfylla den mellanstarka nivån. Vidare måste den mellanstarka nivån uppfyllas för att den starka formen av effektiva marknaden ska kunna uppfyllas. Den effektiva

marknadshypotesen har tre grundelement. Den första är att marknaden ska ha många investerare som analyserar värdepapper, och deras huvudsakliga syfte är att göra en så stor vinst som möjligt. Det andra grundelementet innebär att informationen når marknaden slumpmässigt. Det sista elementet är att då ny informationen anländer reflekteras informationen genast i värdepapprets pris.

Hypotesens olika nivåer estimerar om marknaden använder informationen effektivt eller om fondförvaltarna har en möjlighet till en högre avkastning än marknadsindexet, med hjälp av en aktiv portföljförvaltning. Ifall effektiva marknadshypotesen fungerar skulle det inte finnas möjligheter att nå onormala vinster genom att använda sig av historisk information. Detta kallas på engelska för "the fair game property". Då endast den nya informationen kan skapa prisförändringar, borde det i teorin vara olönsamt att försöka förutspå framtida priser. Om priserna skulle vara förutsägbara skulle marknaden vara ineffektiv. På en effektiv marknad finns det ett antagande om att det inte finns transaktionskostnader, det vill säga att all information är tillgänglig och kostnadsfri samt att alla aktörer på marknaden har kunskap om nuvarande priserna.

Om den effektiva marknadshypotesen skulle fungera utan problem skulle det teoretiskt sätt räcka, att investerare väljer fonden endast på basen av sin egen risknivå. Den högt konkurrerade placeringsfondmarknaden borde följa lagen om ett pris, vilket skulle räcka för investerare att hitta fonden med den rätta riskprofilen (Agarwal & Prather, 1997). Lagen om ett pris går ut på att alla tillgångar som är likadana på en marknad ska vara värderade till samma pris.

Ippolito (1989) undersöker effektiviteten på kapitalmarknaden då all information inte är tillgänglig och informationssökningen har kostnader. Ifall marknaden skulle vara totalt effektiv skulle detta leda till fondförvaltarna inte skulle kunna köpa eller sälja aktier för ett bättre pris än en individuell investerare. Ippolito (1989) menar alltså att fondförvaltare inte kan kompensera de utgifter som uppstår för en individuell investerare för att fondförvaltaren samlat information. Ippolito (1989) nämner även att ifall marknaden skulle vara helt effektiv, skulle aktivt förvaltade fonder få riskjusterad avkastning som är större än indexfondernas avkastning och därmed kompensera utgifterna. Ippolito (1989) väljer att sätt tyngd på kostnaderna vid

mätningen av fondernas prestationer. Avhandlingen kommer att tangera detta eftersom kostnaderna för aktivt förvaldade fonder kan ha en effekt på valet att teckna eller inlösa fonder. Ippolitos (1989) undersökning kommer fram till att fondförvaltare skapar mervärde i form av en bättre avkastning än indexfonder, vilket kan ses som ett bevis att effektiva marknadshypotesen inte fungera i praktiken.

En viktig del av hypotesen om effektiva marknaden är teorin om Random walk. Random walk teorin är, såsom den effektiva marknadshypotesen, mycket relevant för fonder och fondförvaltning. Denna teori tas upp i följande avsnitt.

2.2.1 Random walk-teorin

Louis Bachelor utvecklade den teoretiska bakgrunden för Random walk-hypotesen i början av 1900-talet. Kendall (1953) utvecklade senare denna hypotes. Enligt teorin är prisförändringar på en tillgång oförutsägbara och slumpmässiga. Random walk-teorin innebär alltså att framtida priser på tillgångar inte kan förutspås med hjälp av historisk information på marknaden. Gårdagens pris på tillgången har alltså ingen betydelse för utvecklingen av dagens pris på tillgången. Den enda faktorn som påverkar dagens pris på tillgången är ny marknadsinformation. Fastän det har gjorts flera undersökningar för att försöka förklara förändringen i aktieprisen, har det konstaterats att det är omöjligt att förutspå dessa. Kendall (1953) beskriver formeln för Random walk-teorin enligt följande:

$$P_t = P_{t-1} + \varepsilon_t$$

där P_t står för priset på tillgången för dagen t , P_{t-1} är föregående dagspris och ε_t är en slumpterm. Teorin om Random walk baserar sig på följande tre regler, 1) det ska finnas en utgångspunkt, 2) avståndet mellan punkt till punkt är konstant och 3) alla riktningar är lika sannolika.

Enligt denna teori borde investerare alltså inte innehålla information om hur fonderna kommer att utvecklas i framtiden och därmed skulle fondens framtida utveckling inte påverka deras beslut att placera i fonden. Ifall fonden ser ut att vara i en växande fas idag, kan slumpen göra att den istället börjar sjunka i värde nästa dag. Prisförändringen på en effektiv marknad följer ett slumpmässigt mönster och därmed går det inte att förutspå framtida prisförändringar med historisk information. Om det skulle vara möjligt att förutspå framtida prisförändringar med historisk information skulle investerare kunna dra nytta av detta och samtidigt göra stora vinster.

2.2.2 Capital Asset Pricing - modellen

Capital Asset Pricing Modellen (CAPM) är en jämviktsmodell som bygger på Markowitz moderna portföljteori. CAPM beskriver sambandet mellan risk och förväntad avkastning på en tillgång. Enligt Fama och French (2004) bygger modellen på antagandet att investeraren har fri tillgång till marknadsinformationen. Investeraren agerar enligt Fama och French (2004) rationellt på marknaden, och gör sina beslut utgående ifrån den förväntade avkastningen och risken. Det finns även faktorer som inte påverkar, exempel på sådana faktorer är skatter och transaktionskostnader enligt CAPM. Investerarens beslut angående avkastningen och risken har en stor effekt på hur investeraren agerar vid beslutstillfället. Diversifiering av risken är en mycket viktig faktor på fondmarknaden. Enligt CAPM som baserar sig på teorin om den effektiva marknaden bör avkastningen för en aktie bestämmas efter riskfria räntan och systematiska risk, alltså dess betakoefficient. Riskpremie har i en fond ett linjärt samband med marknadsriskpremiet enligt CAPM. Riskfria räntan, marknadsrisken samt förväntade avkastningen på marknaden beaktas i modellen. Fama och French (2004) definierar Capital Asset Pricing Model-formeln enligt följande:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

Där $E(R_i)$ står för den förväntade avkastningen för tillgången i och R_f står för den riskfria räntan. β_i står för marknadsrisken för tillgången i , beta. Marknadsriskpremiet är $E(R_m) - R_f$ i formeln.

2.3 Klassificering av fonder

Enligt Lag om placeringsfonder 29.1.1999/48 kan placeringsfonder delas in i två olika kategorier. Dessa kategorier är UCITS-placeringsfonder och specialplaceringsfonder. UCITS (eng. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) - fonder regleras av UCITS-direktivet som är stadgat av EU:s gemensamma lagstiftning (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Lagen om placeringsfonder (1 kap. 2§) definierar placeringsfond som en tillgång som anskaffats genom fondverksamhet och investerats i enlighet med 11 kapitel och med de stadgar som har fastställts i Finland samt förpliktelser som följer av dessa tillgångar.

En fond är en portfölj av tillgångar, det vill säga kapital, som är insamlade från investerare. En fond består av likvida andelar som köps och säljs på aktiemarknaden. Till skillnad från aktier kan man köpa delar av fonder istället för att köpa hela fondandelen. Exempelvis om fonden kostar 50 euro och investeraren vill placera 10 euro på fonden, får man en femtedels andel av fonden. Detta medför att även investerare som vill placera små mängder kapital kan erhålla en diversifierad portfölj med hjälp av fonder. Att investera i en fond kräver ingen tidigare kunskap utan man behöver bara veta i hurdana tillgångar man skulle vilja investera i och hur stor risk man är villig att ta. Investeraren behöver inte följa med marknaden på samma sätt som aktieplacering, utan fondförvaltarna sköter om detta och ändrar innehåll i fonden vid behov. Investeraren är därmed passiva ägare av fondförmögenheten medan förvaltaren sköter de dagliga besluten i fonden. Fondens storlek bör även beaktas vid bedömning av fondprestationen. En stor fond behöver procentuellt använda sig av mindre inkomster för att erhålla information än en mindre fond måste göra. Alternativt kan en större fond använda sig av procentuellt samma mängd av inkomsterna och erhålla därmed mera och bättre information och analyser än en mindre fond kan göra. För att ett värdepapper ska anses som ett tillåtet överlåtbart

värdepapper får en möjlig förlust inte överskrida det belopp som betalats för de finansiella instrumentet. Detta betyder att värdepapper som kan leda till större förluster än vad värdepappret kostade från början är inte tillåtna överlåtbara värdepapper. Det begränsar värdepappersfonders möjlighet att investera i värdepapper där ansvaret inte är begränsat.

Placeringsfond fungerar enligt Börsstiftelsen i Finland (2012) så att fondbolag samlar in medel av investerare och placerar dem i flera olika placeringsobjekt, vilka i sin tur tillsammans bildar placeringsfonden. Fonden är indelad i lika stora fondandelar och som medför lika rättigheter till tillgångarna i fonden. En investerare kan inneha flera andelar av denna fond. Tillgångarna i en placeringsfond förvaras i ett förvaringsinstitut som även övervakar fondbolagets verksamhet (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Kapitalet i fonderna varierar beroende på hur mycket nya placeringar tecknas på fonden och hur mycket som inlöses av andelarna. Mängden kapital i en fond är även beroende av förändringar i värdet orsakade av fondplaceringarnas börskurser och förändringar på räntenivån. Fondens värde är baserad på marknadsvärden på de värdepapper som fonden äger och detta värde beräknas dagligen i finländska placeringsfonder (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Specialplaceringsfonder och utländska fonder kan värdet beräknas mer sällan om det i stadgorna nämns så. Fondbolaget äger inte de placerade fonderna som bolaget förvaltar.

Riskenivån på de olika fondalternativen varierar, av de fonder som tas upp i avhandlingen har räntefonderna minst risk medan specialfonderna har den högsta risken. Kortfristiga räntefonder har en kortare löptid än långa räntefonder och har därmed mindre risk, efter dessa räntefonder kommer riskmässigt blandfonder och därefter aktiefonder. Nedan kommer de olika placeringsalternativen att presenteras. Investeraren kan välja att placera sina tillgångar på respektive fonder, dessa fonder medför olika risker och förväntade avkastningar. Risken och avkastningen är faktorer som investeraren ska ta i beaktande vid val av placeringsalternativ. Valet av placeringsalternativet kommer bestämma utvecklingen av hur investerarens tillgångar kommer att utformas. De fonder som tas upp är alltså aktiefonder, räntefonder, blandfonder, indexfonder och specialplaceringsfonder.

2.3.1 Aktiefonder

Aktiefonder är placeringsfonder som fondförvaltare placerar kapitalet huvudsakligen i aktier (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Aktiefonderna kan delas in på många olika sätt, exempelvis enligt bransch, geografiskt område eller företagets storlek. Med fonder kan man alltså placera tillgångarna i olika branscher, exempelvis livsmedelsindustrin, råvaruindustrin eller IT-industrin. Det geografiska området kan vara hemlandet, euroområdet, Amerika eller hela världen. Placeringsfonder kan placera tillgångarna i företag av olika storlekar, stora och stabila, globala företag eller små och medelstora företag. Målsättningen med aktiefonder är att överträffa jämförelseindex. Detta index kan väljas enligt placeringsobjektet, exempelvis ett aktieindex för ett visst område. Fonder investerade i Finland använder jämförelseindexet OMX Helsinki Cap avkastningsindexet. Enligt Börsstiftelsen (2012) är begränsningen på placeringsfondernas maximiplacering i ett bolags aktier 10 %.

2.3.2 Räntefonder

Det finns två olika sorters räntefonder, korta räntefonder och långa räntefonder (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Korta räntefonder är fonder vars placeringar är i kortfristiga penningmarknadsinstrument. Långa räntefonder är fonder vars placeringar är i långsiktiga masskuldebrevslån. Löptiden på de kortfristiga räntefonderna är högst 12 månader medan löptiden på de långfristiga räntefonderna är över 12 månader. Exempel på kortfristiga ränteinstrument är statens skuldförbindelser, företags- och bankcertifikat, vilka är föremål för handel på penningmarknaden i Finland. Det finns även olika typer av korta räntefonder, dessa är likviditetsfonder, penningmarknadsfonder och övriga räntefonder. Skillnaden emellan dessa är i vilka aktörers emitterar värdepapper och i vilka kortvariga placeringsobjekt fonden kan placera. Löptiden på dessa olika typeras korta räntefonder varierar mellan några dagar och flera månader. Långfristiga räntefonders lån kan tas av företag, staten eller andra övriga offentliga samfund. Fonder som placerar i lån utgivna av staten och offentliga samfund kallas ofta för

obligationsfonder och de som placerar i företagslån kallas företagsräntefonder. (Börsstiftelsen i Finland, 2012)

2.3.3 Blandfonder

Blandfonderna placerar sina tillgångar i både räntebärande objekt och i aktier (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Placeringarnas tyngdpunkt mellan räntebärande objekt och aktier kan varieras enligt marknadsläget. Proportionen mellan aktie- och ränteplaceringar fastställs i fondens stadgar. Maximigränsen för respektive placeringar kan vara uttryckta procentuellt, exempelvis att ränteplaceringarna får vara högst 60 % av fondkapitalet. Det är även möjligt att inte definiera proportionen mellan aktie- och ränteplaceringarna, varvid marknadsläget är den avgörande faktorn. Detta betyder att fonden kan i princip placera alla tillgångar i akter eller vara en klar räntefond. En geografisk inriktning kan också fastställas i fondens stadga. Avkastningsmålsättningen definieras för blandfonder enligt fondens aktie- och ränteportioner som en procentandel av sådana ränte- och aktieindex som passar placeringspolitiken för fonden. (Börsstiftelsen i Finland, 2012)

2.3.4 Indexfonder

Vid indexfonder placeras tillgångarna i aktier som hör till indexet som fondbolaget valt, exempelvis Euro STOXX 50-index (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Till indexfonder väljer man inte ut enskilda aktier utan i samma proportion som deras vikt är i indexet. Proportionerna i indexet samt de aktier som hör till, justeras ett par gånger per år. Indexfonden ändras vid behov för att aktiekorgen ska motsvara indexets sammansättning. Enligt direktivet om placeringsfonder får man placera högst 20 % av placeringsfondernas tillgångar i värdepapper av samma emittent. Undantagsvis kan man få placera upp till 35 % ifall det är exceptionella marknadsomständigheter där vissa värdepapper har en dominerande ställning. Indexfonden kan även vara en specialplaceringsfond, och då gäller inte ovannämnda begränsningar. (Börsstiftelsen i Finland, 2012)

2.3.5 Specialplaceringsfonder

Specialplaceringsfonder är fonder som alltid ska placera i många olika objekt och genom detta sprida på risken. Specialplaceringsfonder har inte lagstadgade andelar av det totala fondkapitalet som ska placeras. I fondens stadgor och faktablad framgår det bestämmelser om riskspridningen för specialplaceringsfonder. Denna sorts placering får oftast ta större risker än placeringsfonderna som verkar i enlighet med lagen om placeringsfonder som UCITS-fonder. Enligt lagen om placeringsfonder kan högst 10 % av fondens totala tillgångar placeras i ett placeringsobjekt. Fondtyper kan variera i specialplaceringsfonden. (Börsstiftelsen i Finland, 2012)

2.4 Teckning och inlösen av fonder

I avhandlingen undersöks hur investerarnas beteende angående teckning och inlösning av fonder ser ut, i vilket skede av fondens utveckling som finländska investerare väljer att placera sina tillgångar på de bankägda fondbolagens förvaltade fonder. I detta avsnitt kommer det att presenteras hur teckningen och inlösen av fonder fungerar och olika regleringar kring nettoteckningen.

En investerare kan börja spara i en placeringsfond vilken bankdag som helst, eftersom fondbolagen vanligtvis tar fortgående emot nya placeringar i de placeringsfonder som de förvaltar (Börsstiftelsen, 2012). Teckningen, det vill säga köp, sker genom att betala placeringssumman till fondbolaget och investeraren får sedan som ersättning fondandelar för sin placering. Fondandelar handlas vanligtvis inte på börsen, undantagsvis Exchange-Trade Fund (ETF)-fonders andelar vars pris beror på utbud och efterfrågan. Bankerna erbjuder oftast fondandelar ur sina egna fonder. Handel i fonder sker alltid till okänd kurs till skillnad från aktier som handlas i realtid. Inlösningen, det vill säga säljning, av fonder sker då andelsägaren valt att ta avstånd från fonden och får därmed sina pengar betalade på bankkontot följande bankdag. Teckningen och inlösen av fonder genomförs på ett sätt som fastställts i fondens stadgar (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Teckning av fonder sker till skillnad från aktiehandel, att man inte köper ett visst antal fonder utan en viss summa kapital.

Antalet fondandelar blir därmed klart först efter teckningen (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Fondbolagen kan mot en begäran utfärda andelsbevis, för vilket de har rätt att ta ut en avgift. Detaljerad information om fonderna och teckningsvillkoren fås av fondbolaget. Fondbolaget måste lösa in andelarna i fonder som de förvaltar, ifall andelsägaren kräver detta. Fastställande av tecknings- och inlösenpris beräknas dagligen genom marknadsvärdet på fonden. Ifall fonden har eventuella skulder ska de dras av från fondens tillgångar, detta ger fondens nettovärde som utgör grunden för beräkningen av fondandelsvärdet.

En fondandelsägare kan välja att byta en fondandel till en andel i en annan fond som förvaltas av samma fondbolag. Förfarande vid byte av fondandelar inom samma fondbolag är det samma som vid teckning och inlösen av fonder. Inlösendagen för den gamla andelen och teckningsdagen för den nya är den dagen som fondbolaget tagit emot uppdraget. Vid byte av fonder krävs dock att fonden har tillräckligt med likvida medel. I fondens stadgor finns oftast detaljerade instruktioner och förfaranden om bytet. En placeringsfond ska alltid ha likvida medel som behövs för att fondandelar ska kunna inlösas utan besvär (Börsstiftelsen i Finland, 2012).

Fondbolaget ska föra ett fondandelsregister, där det ska framgå fondandelsägarna och deras innehav. I detta register ska det framgå andelsägarens namn och postadress, antalet fondandelar, en specifikation om de olika slagen av fondandelar, registreringsdatum för fondandelarna och ordningsnumret för andelsbevisen eller teckningarna av fondandelar. (Finansinspektionen, 2014) Andelarna upptas i registret först efter att teckningspriset har betalats i sin helhet. Registret som fondbolaget har är inte offentligt men andelsägaren har rätt att kontrollera uppgifterna om dem själva i registret.

Kapitalinflödet definieras som en procentuell ökning av tillgångar under förvaltning under en viss tidsintervall. Kapitalinflödet kan räknas ut genom att multiplicera de totala nettotillgångarna under tidigare perioden med avkastningen under den nuvarande perioden. Därmed kan vi subtrahera effekten av den interna tillväxten av redan tidigare förvaltrade tillgångar. Differensen som kvarstår definierar det nya kapitalet som investerats i fonden. Formeln ser ut enligt följande:

$$NETINI,t = ((TNTi,t - TNTi,t-1 (1+Ri,t))) / (TNTi,t-1)$$

Där $NETINI,t$ är nettoinflödet av kapital i fond i vid tidpunkt t , $TNTi,t$ är de totala nettotillgångarna i fond i vid period t , Ri,t är avkastningen på fond i mellan $t - 1$ och t .

2.4.1 Säsongsvariationer

Säsongsvariationer är anomalier som är mest kända inom aktiemarknaden ett exempel på en sådan är januari-effekten. Säsongsvariationen innebär att det sker en förändring i priserna under en viss tidpunkt. Januari-effekten är namnet på fenomenet som gör att aktierna tenderar att avkasta betydligt bättre än förväntat under januarimånaden (Thaler, 1987). Fondflöden är förknippade med tidigare avkastningar, och därmed kan säsongsvariationer i avkastningar leda till säsongsvariationer i fondflödet. Dock kan det vara svårt att upptäcka återkommande säsongsvariationer eftersom fonderna inte vanligtvis innehåller samma tillgångar varje år. Kamstra m.fl. (2015) undersöker i sin studie ifall det går att upptäcka säsongsvariationer i fondflöden. Det kommer fram till att starka säsongsvariationer både på den amerikanska, kanadensiska och australienska fondmarknaden. Inflödet av kapitalet korrelerar med tidsperioderna och hur landets allmänna ekonomiska situation ser ut. Inom bättre tider syns en tydlig större ökning i fondflödet till aktiefonder än förväntat. Då landets ekonomiska situation inte är lika bra ökar inflödet till obligationsfonder signifikant. Investerare föredrar alltså riskfyllda fondalternativ under våren och riskfria fondalternativ under hösten. Effekten av säsongsvariationer kommer att summeras ut i avhandlingen då det månatliga data samlas in under hela året.

2.5 Aktiv och passiv fondförvaltning

Investerare kan välja att placera sina tillgångar i aktivt eller passivt förvaltade fonder. Fonderna som används i undersökningen är förvaltade av de bankägda fondbolagen och fondbolagen erbjuder investeraren två alternativ aktivt eller passivt förvaltade fonder. Valet av aktivt eller passivt förvaltade fonder är viktigt med tanke på både den förväntade avkastningen och risken. Dessa två olika förvaltningsmetoder innebär exempelvis olika transaktionskostnader samt andra faktorer som påverkar beslutet av teckning och inlösen av fonderna. Finländare har börjat röra sig från aktivt förvaltade fonder mot passivt förvaltade fonder.

2.5.1 Aktiv fondförvaltning

Det som skiljer en aktiv från en passiv fondförvaltning är den professionella förvaltningen, även kallad värdepappersselektion. Aktivt förvaltade fonder baserar sig på att fondförvaltare har kunskap och förmågan att uppnå en högre avkastning eller anormal avkastning än en individuell investerare. Enligt Gruber (1996) finns det fyra orsaker till att investerare väljer att placera sin förmögenhet i aktivt förvaltade fonder: (1) kundservice, vilket ger möjligheten att lätt överföra pengar mellan olika fonder, (2) låga transaktionskostnader, (3) diversifiering och (4) professionell förvaltning. Aktiv fondförvaltning går ut på att försöka förutspå den framtida utvecklingen på marknaden. Den aktiva fondförvaltaren försöker hitta övervärderade och undervärderade tillgångar för att kunna generera en bättre avkastning än marknadsindexet. Eftersom den aktiva fondförvaltningen innebär professionell förvaltning leder detta till att dessa fonder ofta har högre kostnader och högre risker än de passivt förvaltade fonderna. Kostnader som uppstår vid aktiv fondförvaltning är bland annat förvaltningskostnader och transaktionskostnader. Den förväntade avkastningen är högre på aktivt förvaltade fonder, eftersom investerare måste kompenseras för den höga risken. För att de aktivt förvaltade fonderna ska vara lönsamma måste fondförvaltarna skapa mervärde till investeraren även efter att kostnaderna har betalats. Fondförvaltaren ska alltså överprestera marknaden.

Det finns två olika analysmodeller som kan användas i finansvärlden för att undersöka marknaden ur en aktiv fondförvaltningssyn. Dessa två metoder är teknisk analys och fundamental analys. Där den *tekniska analysen* går ut på att hitta olika mönster på marknaden genom att studera data som är tillgänglig, värdepappers historiska priser och transaktionsvolym. Förändringar i värdepappers volatilitet och värderingar av trender och mönster är basen till teknisk analys. Genom dessa analyser kan fondförvaltaren estimerar värdepapprets framtida prisförändringar. Treynor och Ferguson (1985) menar dock att historisk information endast kan ses som ett verktyg att analysera men är inte tillräckligt signifikant för att skapa anormal avkastning. *Fundamental analys* gör en omfattande företagsanalys där bland annat resultatet, dividender, företagsledningen och risker med företaget undersöks. Fundamental analys baserar sig på grundläggande data, exempel på sådan data är balansräkningen, omsättningen, tillväxt eller kassaströmmar. I fundamentalanalys kan även en specifik bransch analyseras och hurdan ställning företaget har i denna bransch. Fondernas rapportering av avkastningarna kan användas i syftet att nå en anormal avkastning. Informationen används sedan för att förutspå kursutvecklingen på marknaden (Bodie m.fl. 2005). Enlig Gruber (1996) kategoriseras investerare som väljer att placera i aktivt förvaltade fonder i två olika typer. Dessa två kategorier är sofistikerade investerare och ofördelaktiga investerare. Investerare som hör till den första kategorin är professionella investerare som byter fonder aktivt och investerar enligt fondernas prestation och dessa investerare påverkas väldigt lite av fondförvaltningsavgifter. Investerare som hör till den andra kategorin, de ofördelaktiga investerare, kan delas in i tre grupper; 1) investerare som placerar enligt marknadsförda produkter och andras rekommendationer, 2) institutionella investerare som är bundna att investera i vissa fonder på basis av egna regler eller lagstadgade restriktionen och 3) investerare som är bundna med oförmånliga fonder på grund av skattemässiga skäl. Ofördelaktiga investerare är en av orsakerna till att fonder som presterar dåligt kan överleva på marknaden en längre tid än förväntat (Gruber, 1996).

2.5.2 Passiv fondförvaltning

Passivt förvaltade fonder utgår ifrån att marknaden är effektiv och stöder därmed hypotesen om effektiva marknaden. Passivt förvaltade fonders strategi utgår ifrån att portföljförvaltaren försöker skapa en så väldiversifierad portfölj som möjligt. Till skillnad från aktivt förvaltade fonder försöker portföljförvaltare i passivt förvaltade fonder inte hitta under- och övervärderade finansiella instrument. Det vill säga förvaltaren försöker inte skapa en fond som presterar bättre än marknaden, utan försöker istället skapa en fond som presterar ungefär lika bra som marknaden. Passivt förvaltade fonder kombineras starkt med indexfonder, och baserar sig på att replikera fondportföljens innehav med målindexets värdepapper och samtidigt uppnå en liknande avkastning som marknaden i medeltal. Indexfonder är riktade åt investerare som väljer att nöja sig med marknadsavkastning och inte har en avsikt att sträva efter en hög avkastning.

Fondförvaltarna använder sig av en köp-och-håll (eng. buy-and-hold) strategi vid passiv fondförvaltning. Denna strategi anser att marknaden redan är effektiv i sig, och därmed är det inte lönsamt att aktivt köpa och sälja finansiella instrument. Det är alltså inte lönsamt att aktivt följa med marknaden eftersom detta leder till högre kostnader medan den förväntade avkastningen inte ökar. Passivt förvaltade fonder har i regel lägre kostnader som exempelvis förvaltningsavgifter och transaktionskostnader än aktivt förvaltade fonder (Bodie m.fl. 2005). Det finns flertal forskningar som motbevisar hypotesen om effektiva marknaden och Random walk-teorin genom att komma fram till att det existerar anomalier på marknaden. Forskningar har kommit fram till att priser och avkastningar kan följa vissa mönster på marknaden och dessa mönster går att förutspå. Detta kan i sin tur leda till att aktiv förvaltningsstrategi är lönsam och att hypotesen om effektiva marknaden kan ifrågasättas. Ippolito (1989) och Grinblatt och Titman (1993) har bevisat att aktivt förvaltade fonder presterar bättre än passivt förvaltade fonder. Dock har studier att Treynor (1965) och Jensen (1968) bevisat motsatsen, att marknaden är effektiv och att placeringsfonderna inte presterat bättre än marknadsindexet.

Vid valet av vilken fond som tillgångarna placeras på ska investeraren välja om aktivt eller passivt förvaltade fonder passar bättre investerarens förväntningar och mål.

Dessa två förvaltningsmetoder innebär olika strategier men även olika kostnader och avgifter för investeraren. Teckningskostnaderna och diverse avgifterna kan påverka investerarens beslut att teckna och inlösa fonder. Därmed är det viktigt att ta i beaktande de olika kostnaderna som uppstår vid teckning, inlösen samt upprätthållande av fonderna. I nästa avsnitt kommer de olika kostnaderna och avgifterna av fonderna att presenteras.

2.6 Teckningskostnader och avgifter

En placering i fonder medför kostnader för investeraren. Eftersom kostnaderna kan påverka investerarens beslutsfattande angående tecknande och inlösen av fonder, är det viktigt att uppmärksamma och beakta kostnaderna. Kapitalflödet till en fond på rationella marknader påverkas inte av avgifterna, eftersom dess effekt drivs av tidigare avkastning och påverkar den förväntade avkastningen. I verkligheten påverkas investerarens beslut av storleken på avgifterna. Avgifterna finns bland annat till för att täcka de löpande kostnaderna som fonden har, vilket i sig inte skapar mervärde åt en investerare.

Kostnaderna för placeringsfonderna varierar enligt typen av fond och fondbolag. Som redan tidigare konstaterades har det en skillnad om fonden är aktivt eller passivt förvaltat. Fondens kostnader delas in i två delar, 1) de kostnader som uppbärs direkt av investeraren och 2) de kostnader som betalas från fonden (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Kostnader som direkt bärs av investeraren är tecknings- och inlösenprovision medan kostnader som betalas från fonden är exempelvis förvaltningskostnader. Teckningsprovisionen för både räntefonder och aktiefonder i Finland ligger mellan 0–3 % medan provisionen för inlösen är vanligen mellan 0–2 %. Kostnader som betalas för förvaringen av placeringsfonden är vanligtvis 0–3,3 % för aktiefonder och 0,2–0,6 % för räntefonder (Börsstiftelsen i Finland, 2012). TER-talet, som står för Total Expense Ratio – totalkostnadsandel, anger hur stor del av fondens kapital som årligen betalas från fonden i förvaltningsarvoden och förvaringsarvoden samt övriga kostnader.

Då investeraren placerar sina tillgångar i en placeringsfondandel medför detta kostnader vid teckning, inlösen, eventuellt förvaring av fondandel samt förvaltningen av fonder. Kostnaderna och provisionerna anges oftast som procentuella andelar av värdet på placeringen. Förvaltningskostnaderna kan bäras direkt av investeraren eller genom en belastning på avkastningen på fonden. Aktiefondernas teckningsprovisioner är i allmänhet högre än räntefondernas teckningsprovisioner. I utländska fonder är teckningsprovisionerna samt inlösenprovisionerna vanligtvis högre än i de inhemska fonderna. Då investeraren väljer att byta placeringen från en fond till en annan är investeraren tvungen att betala skatt på den eventuella försäljningsvinsten som uppkommer när fonden inlöses, trots att den byts till en ny fond. Förvaltningsarvodet som fondbolaget får utgörs av en ersättning för analys, placering, uträkning av värde, rapportering och underhåll av andelsregistret samt för kostnaderna för marknadsföringen av fonden (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Förmedlingskostnaderna för värdepappershandeln ingår dock inte i förvaltningsarvodet. Investeraren kan genom avgifterna försöka lista ut fondförvaltarens skicklighet, eftersom fonden som har höga avgifter inte borde med all logik få kapitalinflöden ifall förvaltaren är inkompetent.

Korkeamäki och Smythe (2004) kommer fram till att det finns ett positivt samband mellan prestation och avgifter. Ippolito (1989) stöder detta och menar att fonder med höga kostnader presterar tillräckligt bra för att täcka kostnaderna. Det finns dock inte tillräckligt med forskning som skulle bevisa att fonder med höga avgifter skulle prestera bättre än fonder med låga avgifter (Korkeamäki & Smythe, 2004 och Gruber, 1996)

2.7 Avkastning

Avkastningen i placeringsfonder grundar sig på räntor, dividender och avkastningen på fondens underliggande tillgångar samt placeringsobjektets värdestegringar eller värdeminskningar. Mishkin (2004) definierar avkastningen på tillgångar som utbetalningar till ägaren och förändringen i tillgångens värde. Den framtida avkastningen kan inte fastställas i förväg och därmed används ofta begreppet

förväntad avkastning för att beskriva avkastningen. Avkastningen på en fond har som tidigare konstaterats en stor inverkan på investerarens beslut angående teckning och inlösen av fonder. Avkastning kommer därför vara en variabel i analysen, där mängden tecknade fonder och sambandet med fondens utveckling undersöks. Den förväntade avkastningen kan beräknas på olika sätt, Mishkin (2004) menar att den förväntade avkastningen kan beräknas som den genomsnittliga avkastningen över alla möjliga utfall. Ett annat sätt att räkna ut den förväntade avkastningen är att använda sig av historiska data och räkna ut det aritmetiska eller geometriska medelvärdet för en viss period (Bodie m.fl. 2004). Investeraren ska vara realistisk vid bestämmande av avkastningsförväntningarna. Typen av placeringsfond påverkar med betydande grad på avkastningsförväntningarna. Räntefondernas avkastningsförväntningar påverkas av räntenivån och dess volatilitet medan aktiefondernas utveckling påverkas av aktiemarknaden. Placeringsfonderna ger på lång sikt i medeltal samma avkastning som på vilken fondens medel är placerade. Aktiefonder ger alltså på lång sikt samma avkastning som aktier på aktiemarknaden.

Fonderna har olika fondandelar eftersom utdelningen av avkastningen kan ske på olika sätt. Dessa kallas tillväxtandel eller avkastningsandel. Tillväxtandel innebär att det inte delas ut en avkastning, denna avkastning ökar istället på fondandelens värde. Avkastningsandelen delar däremot ut en avkastning årligen. I avkastningsandelen minskar den utbetalda avkastningen fondandelens värde med det värde som avkastningen har. Fondandelar som tecknats av privatpersoner i Finland är enligt Börsstiftelsen i Finland (2012) oftast tillväxtandelar.

Avkastningen anges i huvudsak i procent, men kan även mätas i valutor. Avkastningen mäts med hjälp av portföljens marknadsvärde. Formeln för uträkningen av portföljens procentuella avkastning ser ut som följande:

$$\text{Procentuell avkastning} = \frac{\text{Portföljens värdeförändring} + \text{uttag} - \text{inbetalningar}}{\text{Portföljens värde i början av perioden}}$$

2.7.1 Risk och volatilitet

Före investeraren väljer en placeringsfond ska uppmärksamhet fästas vid varför han eller hon sparar. Är det frågan om målsparande för en särskild anskaffning, pensionssparande eller allmänt sparande. Placeringsfonder, såsom alla övriga placeringsalternativ, är förknippade med risk. Risken i placeringsfonden baserar sig på de risker som är förknippade med fondens underliggande tillgångar. Det är viktigt att bedöma sitt förhållningssätt till placeringarna och dess risk, om man vill eller kan ta risken som medförs. Det finns olika sorters risker som är förknippade med placeringsfonder, exempel på sådana risker är marknadsrisk, företagsrisk och valutarisk. Marknadsrisk är den risk som orsakas av en allmän förändring i aktiekursen och företagsrisk definieras som den inverkan som företagets framgång har på dess akties pris. Genom att diversifiera portföljen kan företagsrisken men inte marknadsrisken minskas i placeringsfonder. De finländska placeringarna utanför euroområdet står inför en valutarisk, eftersom valutors värde kan ändra i förhållande till varandra (Börsstiftelsen i Finland, 2012). Avkastningsförväntningarna och risken går hand i hand, ju större avkastning som eftersträvas desto större risk måste tas.

Investeraren ska beakta förhållandet mellan förväntad avkastning och risken vid valet av förvaltningsstrategi. Investeraren måste alltså bedöma hur stor risk han eller hon är villig att ta för en viss avkastning. Risk kan förklaras som sannolikheten att det sparade kapitalet minskar eller ökar i värde eller som prISRörelsen hos en tillgång och hur volatil dessa prISRörelser är. Om prISRörelserna, upp och ner, anses stora är även risken hög. Risken med att spara i fonder är att fonden eller fonderna minskar i värde. Portföljförvaltningsteorin, som tas upp i ett senare kapitel, kan användas som ett verktyg att hitta den optimala kombinationen av risk och avkastning och investeringsalternativet givet en viss risknivå. Willian, Goetzman och Ibbotson (1994) undersökte ifall det finns samband mellan fonders risk och prestanda, och fann att portföljer som hade störst risk även gav den största avkastningen.

Placeringsfondernas risk är beroende på de risker som placeringsobjekten har. Risken kan minskas genom att placera i många olika objekt, där en lyckad placering i ett objekt kompenserar eventuella förluster i ett annat objekt. Risktagningen i placeringsfonder varierar enligt fondens typ och även i samma typer finns det stora

skillnader i risktagningen. I fondens stadgor framgår fondens risktagningsspolitik. Enligt Bodie m.fl. (2011) finns det tre olika typer av riskbeteende; riskavers, riskneutral och risktagande beteende. De tre riskbeteendena innebär att individer har olika syn på risken och är villiga att ta olika mängder risk för att uppnå en viss avkastning. En riskavers individ undviker risker, en riskneutral ser risken som irrelevant och fokuserar bara på den förväntade avkastningen medan en risktagande individ ser risken som en positiv sak och är villig att acceptera risker.

Volatiliteten, det vill säga standardavvikelsen, mäter kurssvängningen och rörligheten på investeringen. Ju större volatiliteten är desto högre är risken för värdeförändringar för investeringen i fråga. Volatiliteten uttrycks i procent och är en standardavvikelse på hur tillgångens avkastning under olika tidpunkter avviker från den genomsnittliga årliga avkastningen. Volatilitet används som ett mått vid beräkning av marknadsrisken hos en finansiell tillgång. En volatilitet under 10 % anses som moderat risknivå medan en volatilitet på över 20 % anses som relativt hög. Risken i en räntefond kan även mätas med duration. Duration är ett mått på avkastningsrisken och prisrisken för tiden under vilket kapitalet och räntan för en ränteplacering betalas tillbaka. Durationen mäter även hur känslig värdet på en placering med fast ränta är för förändringar i räntenivån (Börsstiftelsen i Finland, 2012).

Det är ett välkänt faktum att hög avkastning leder till inflöden medan låg avkastning inte leder till lika stora utflöden. Detta kan uppmuntra till hög risktagning för fondförvaltare. Portföljförvaltningen är en viktig del av fonderna i avhandlingen eftersom förvaltarna kan genom sitt arbete styra fonderna. I följande avsnitt kommer portföljförvaltningen att presenteras.

2.8 Portföljförvaltning

Ett tillvägagångssätt för att förklara teckning och inlösning av fonder är den traditionella portföljvalsteorin som framfördes av Markowitz år 1952. Markowitz (1952) introducerade den moderna portföljteorin år 1952, vilken står fortfarande som grund för dagens portföljförvaltning samt för valet av den optimala portföljen.

Enligt Markowitz (1952) är den huvudsakliga målsättningen att investeraren ska försöka hitta den bästa möjliga kombination av risk och avkastning, för att maximera den framtida avkastningen. Eftersom fonderna som inkluderas i undersökningen är förvaltade av de bankägda fondbolagen kommer detta avsnitt att ta upp grunden till portföljförvaltningsteorin.

En investerares portfölj är individens kapital som har placerats i olika tillgångar (Bodie m.fl. 2011). Markowitz portföljvalsteori baserar sig på att alla investerare har samma information och samma förväntningar gällande den framtida utvecklingen av alla tillgängliga tillgångar. Individen kan investera i eningen säkra tillgångar, riskfyllda tillgångar eller i en kombination av säkra och riskfyllda tillgångar. Portföljens marknadsvärde är totala värdet på alla placeringsobjekten som finns med i portföljen. En investerare placerar med syftet att maximera sitt kapital genom att maximera den framtida förväntade avkastningen. Bodie m.fl. (2011) anser att eftersom det är i praktiken omöjligt att förutspå den framtida avkastningen kommer det alltid vara lite risk inblandat i investeringen (Bodie m.fl., 2011). Ifall investering skulle vara helt riskfritt skulle varenda person investera i tillgången med den högsta förväntade avkastningen. Vid valet att välja en passande portfölj finns det två olika steg (Markowitz, 1952). I det första steget börjar investeraren skapa en uppfattning och tro över hur de tillgängliga tillgångarna kommer att prestera i framtiden. Denna uppfattning sker genom att investeraren gör observationer och i bästa fall även har lite erfarenhet. Det andra steget innebär att investeraren utifrån sin uppfattning väljer en portföljsammansättning som är lämplig just för investeraren. Ifall två portföljer har samma förväntade avkastning kommer investeraren att välja den portföljen med lägre risk istället för en portfölj med hög risk.

Genom att diversifiering kan en osystematisk risk minimeras och därmed eventuellt öka avkastningen. Grundtanken med Markowitzs (1952) portföljteorin är att inte placera "alla ägg i samma korg", vilket betyder att det inte är lönsamt att placera alla tillgångar på ett och samma ställe. Genom att placera i många olika tillgångar med låg korrelation sinsemellan minskas risken.

Sharpekvoten är den relativa risken som är utvecklad av Sharpe (1966). Sharpekvoten är ett mått som anger hur stor avkastningen utöver den riskfria räntan är per enhet

risk. Sharpekvoten mäter alltså placeringens överavkastning i jämförelse med variationen i värdet, det vill säga hur mycket extra avkastning procentuellt har uppnåtts per enhet risk. Portföljen med den högsta Sharpekvoten är den mest effektiva portföljen i förhållandet mellan förväntad avkastning och volatilitet, det vill säga den mest optimala portföljen. Desto större Sharpekvoten är ju större är portföljens avkastning i förhållande till risknivån. Med hjälp av Sharpekvoten kan fondförvaltarens och portföljens prestationer mätas. Sharpekvotens formel ser ut som följande;

$$S_t = (R_i - R_f) / \sigma_i$$

där S_t är Sharpekvoten eller Sharpevärdet för portföljen i , R_i står för avkastningen för portföljen i , R_f för den riskfria räntan och σ_i för standardavvikelsen för portföljen i . Eftersom Sharpekvoten beaktar den totala risken istället för marknadsrisken kan Sharpekvoten jämföras sinsemellan på olika marknader (Sharpe, 1966). Sharpekvoten kan tillämpas endast på fonder som är aktiva under hela kalenderåret. Kvoten används för att ta reda på hur fonderna presterar under olika ekonomiska situationer.

Portföljförvaltare som lyckas uppnå en högre avkastning än marknadsindexet flertal gånger brukar i regel vara förvaltare av större fonder i stora fondbolag. En orsak till detta kan vara att stora fondbolag har kapacitet och förmåga att effektivt rekrytera duktiga fondförvaltare. Detta leder därefter till att fonder som presterar bra, inte brukar behöva höja på avgifter som skulle reflektera avkastningen. Det finns alltså möjlighet att hitta fonder som har låga kostnader och bra fondförvaltare som kan överträffa indexets avkastning. Det finns dock en stor skillnad i kostnaderna då det kommer till aktivt och passivt förvaltade fonder, aktivt förvaltade fonder har i regel högre kostnader än passivt förvaltade fonder, och detta kan ses som en nackdel för aktivt förvaltade fonder (Elton & Gruber, 1997).

2.9 Dumma och smarta pengar

Den finländska fondmarknaden är relativt ung i förhållande till den amerikanska och svenska fondmarknaden. Den unga fondmarknaden medför i sin tur till att investerarna som agerar på marknaden inte alltid har den största och bästa kunskapen om att investera sin förmögenhet på rätt tid eller på rätt fonder. Bankerna vägleder investeraren men i sista hand är det investeraren själv som gör beslutet att investera sina pengar på fonder.

Bristen på kunskap och information leder till ett fenomen som kallas "dumma pengar" medan en hög kunskap och tillgång till information kallas "smarta pengar". Dumma pengar innebär att fenomenet påverkar priserna genom avvikelse i det fundamentala värdet medan fenomenet smarta pengar gör att priserna överensstämmer med det fundamentala värdet (Akbas m.fl. 2015). Termen dumma pengar betyder att investerare köper aktier eller fonder då kursen är på topp och säljer aktierna eller fonderna då kursen är låga. Smarta pengar är däremot termen för kapitalet som placeras av investerare med djup kunskap och förståelse. Investeraren gör de rätta beslutet att investera i fonden eller aktien, på rätt tidpunkt i kursutvecklingen samt på rätt fond med tanke på dess utvecklingsskede. Denna investering har en större chans att vara korrekt och lönsam. Dessa två fenomen kan ha stora effekter på marknaden och även på data som används i avhandlingen. Resultatet i undersökningen kan snedvridas på grund av dessa fenomen.

Sirri och Tufano (1998) kommer fram till att investerare tenderar att "söka prestation" genom att rikta förmögenheten till fonder med stark utveckling samtidigt som investerare inte lyckas lösa in kapital från fonder med dålig utveckling. Akbas m.fl. (2015) skriver även om att investerare tenderar rikta pengarna till fonder som har övervärderade aktier, vilket betyder att pengarna är dumt placerade och därför benämningen dumma pengar.

Akbas m.fl.(2015) menar att kassaflöden till fonderna kan ha en stor påverkan på aktiemarknaden och prissättningen. Orsaken är att investerare önskar en positiv prestation och fondförvaltarna tenderar att placera tillgångarna på befintliga innehav, vilket leder till ett positivt samband mellan fondflöden och aktiekurser. Ett

samband mellan dessa två kan leda till ett pristryck på aktierna som redan är fel prissatta (Akbas m.fl. 2015). Dumma och smarta pengar kan ha en betydande inverkan på studien och kommer därmed att kopplas till resultatet i samband med diskussionen.

3. Tidigare forskning

Nedan kommer tidigare forskning kring utveckling och kapitalinflöden i fonder att presenteras. Enligt tidigare forskning finns det olika faktorer som påverkar fondflödet, dessa faktorer är bland annat avkastning, avgifter, prestation och kostnader för informationssökning. Inverkan av tidigare avkastning på fondflöden är en av de mest forskade faktorn som påverkar fondflöden. Forskningarna som valts till avhandlingen undersöker antingen enbart korrelation mellan avkastningen och kapitalinflödet eller tar upp denna korrelation som en del av undersökningen. En stor del av den tidigare forskningen har dock kommit fram till samma resultat, det vill säga att det finns ett samband mellan avkastning, utveckling samt kapitalinflödet. Den tidigare forskningen är indelade i huruvida de undersöker sambandet mellan kapitalinflödet och fondens prestation eller kapitalinflödet och fondförvaltning samt avgifter.

3.1 Kapitalflödet och prestationen

Prestationen och därmed även avkastningen har undersökts av bland annat Gruber (1996), Kaplan och Schoar (2005), Sirri och Tufano (1998) samt Shinozawa och Vivian (2015). Dessa tidigare studier inom området kapitalflöde och prestation stöder avhandlingens syfte och visar att sambandet mellan nettoteckningar och fondutvecklingen är ett intressant ämne att undersöka vidare.

Gruber (1996) har lagt grunden för varför prestation och fondflöden korrelerar. Gruber (1996) argumenterar för att investerare köper och säljer fondandelar enligt värdet på de underliggande tillgångarna vilket gör att fondförvaltarens skicklighet inte prissätts. En fond med en dålig förvaltare kostar samma som en fond med en god förvaltare, givet att underliggande tillgången är samma. Gruber (1996) anser att eftersom goda förvaltare skapar högre riskjusterad avkastning än de sämre förvaltarna, borde mått på prestation också vara ett mått på inflödet till fonderna. Relationen mellan fondflödet och avkastningen är dock inte linjär. Det visar sig i undersökningen att hög tidigare avkastning leder till större inflöden medan sämre

tidigare avkastning inte leder till ökade utflöden. Utflöden hålls relativt konstanta vid en sämre tidigare avkastning. Gruber (1996) använder sig av olika tidsperioder och sampel i undersökningen, men det viktigaste resultatet om avkastningens förhållande till fondflödet kommer från tidsperioden 1977–1993.

Kaplan och Schoar (2005) undersöker prestationen och kapitalinflödet i private equity-fonder. Kaplan och Schoar (2005) menar att trots den ökade investeringen i placeringar finns det en begränsad förståelse för kapitalavkastning, kapitalflöden och deras korrelation sinsemellan. En förklarande faktor till detta är bristen på tillgängliga data. I Kaplan och Schoars (2005) forskning används data från åren 1980–2001. Forskningen undersöker speciellt förhållandet mellan fondens prestation och kapitalinflödet, fondens storlek och en generell överlevnad av fonden. Kaplan och Schoar (2005) diskuterar om tidigare studier i sin forskning som stöder deras undersökning och kommer fram till att fonder som överträffar marknadens förväntningar tenderar att öka kapitalinflödet. Förhållandet är vanligen av formen konvex, vilket betyder att fonder med en över genomsnittlig prestation ökar deras andel i den totala fondmarknaden (Kaplan & Schoar, 2005). Regressionsanalysen ger ett positivt kapitalinflöde till fonderna och har även en korrelation till historisk prestanda. Fondens storlek är även positivt och väsentligt relaterad till den tidigare fondens resultat enligt Kaplan och Schoar (2005). Resultaten av den genomsnittliga avkastningen kan dock vara lite missvisande eftersom det inte kontrolleras för skillnader i marknadsrisk. Kaplan och Schoar (2005) hittar bevis på att fonder som höjts under en boom tid är mindre benägna för kapitalinflöden, vilket i sin tur bevisar att dessa fonder har presterat sämre i förhållandet till risken.

Shinozawa och Vivian (2015) undersöker avgörande faktorer till kassaflöden av japanska fonder och fondbranschen. De primära faktorerna av framtida kassaflöden är fondens nuvarande avkastning, vilket kan beskriva en stor del av variationen i kassaflödet. Data är samlat från Ibbotson Associates Japan och efter en filtrering av samplet var totalt 95 fonder accepterade till undersökningen. Studien genomförs med en regressionsanalys. Shinozawa och Vivian (2015) kommer fram till i sitt empiriska resultat i undersökningen att avkastningen är en stor förklarande variabel till framtida kassaflöden till fonden. Forskarna kommer även fram till att

bankdistribution bidrar till finansiella flödet. Shinozawa och Vivian (2015) anser att det finns viktiga slutsatser i deras undersökning, forskarna kommer fram till att nästan hälften av variationen i kassaflödet kan förklaras enbart av fondens utveckling. Resultatet tyder på att utvecklingen av fonden är nyckelfaktorn för de japanska investerare och deras beslut över hur deras tillgångar placeras. Detta betyder i praktiken att investerare inte är villiga att placera sina tillgångar i fonder vars prestanda är dålig och därmed är nettoteckningen negativ. Forskarna kommer även fram till att inträdesavgifter och utgångsavgiften inte är starkt relaterade till flödet medan förvaltningsavgifter är omvänt relaterade till flödet.

Sirri och Tufano (1998) undersöker kapitalflödena till och ifrån aktiefonder. Konsumenterna baserar sina köp- och säljbeslut på tidigare prestationsinformation. Sirri och Tufano (1998) anser såsom Gruber (1996) att placeraren gör asymmetriska beslut och investerar oproportionerligt mer i fonder som presterat mycket bra i tidigare perioder. Sirri och Tufano (1998) ser även att kapitalinflödet korrelerar med fondens storlek och den mediauppmärksamhet som fonden mottagit. Data som används i forskningen är enskilda amerikanska aktiefonder under tidsperioden 1971–1990 från Investment Company Data Institute (ICDI). Samplet inkluderar 690 fonder som erbjuds av 288 olika fondförvaltningsföretag. Forskningen behandlar den enskilda placeraren som om den skulle vara en professionell portföljförvaltare. Sirri och Tufano (1998) anser att portföljförvaltare oftast väljer aktier medan en enskild placerare väljer fonder. Eftersom en privatperson oftast har bristfällig kunskap om portföljförvaltning skulle det vara mer lämpligt att jämföra en enskild placerares fondinköp med en större investering som exempelvis en bil (Sirri & Tufano, 1998). Forskningen använder som utgångspunkt att informationen kan fås och bearbetas till en nollkostnad. Denna modell misslyckas dock att fånga viktiga aspekter om köpprocessen. Historiska prestandan på fonderna är inte den enda faktorn som påverkar beslutet att placera mera kapital i fonder. Avgifterna spelar en stor roll i flödet, placeraren reagerar olika till höga och låga avgifter samt höjningar och minskningar i avgifterna. Forskarna delar in sitt sampel i olika grupper baserat på storleken av de totala kostnaderna. Det visar sig att fonder med höga kostnader påverkas av den icke-linjära relationen mellan tidigare avkastning och flöden dubbelt

så mycket som de övriga fonderna. Fonder med höga avgifter och god tidigare prestation får alltså dubbelt mera inflöde än en motsvarande fond med lägre avgifter.

Sirri och Tufano (1998) undersöker även inverkan av förändringar i totala avgifter på flöden. Risker i portföljerna har också en stor betydelse för placeraren. Alla individer reagerar olika till risker och är därmed beredda för olika volatilitet i portföljerna. Sirri och Tufano (1998) nämner även att det finns studier som undersöker ifall placeraren kan tjäna riskjusterad avkastning genom en aktiv förvaltning av fonden. Forskarna inkluderar månatlig volatilitet som en kontrollvariabel i sin analys, men hittar dock inte en statistisk signifikant relation mellan volatilitet och fondflöden. Det visar sig dock att hög volatilitet leder till en högre sannolikhet att fonden förekommer i medier, vilket i sig kan indirekt påverka positivt på fondflödet då fonden får mera synlighet.

3.2 Kapitalinflödet och fondförvaltning samt avgifter

Sirri och Tufano (1998) kom fram till att kostnader och avgifter är viktiga faktorer i investerarnas beteende angående placeringen av kapital. I detta avsnitt kommer flera studier om kapitalinflödet och fondförvaltningen samt avgifternas samband undersöks bland annat av följande forskare; Grinblatt och Titman (1989), Oh och Parwada (2007), Jensen (1968) samt Korkeamäki och Smythe (2004).

Grinblatt och Titman (1989) undersöker ifall det förekommer fondförvaltare som kan generera överavkastningar. Data för undersökningen är från tidsperioden 1975–1984 och innehåller totalt 279 fonder. Undersökningsmetoden som används i studien för att undersöka fondernas prestationer är en eventstudie. I en eventstudie beräknas skillnaderna mellan avkastningen på tillgångarna under en specifik händelseperiod och avkastningen under en jämförelseperiod. Grinblatt och Titman (1989) kommer fram till att de fondförvaltare som lyckas generera en överavkastning oftast använder sig av överpresterande fonder som är aggressivt växande och växande typ av fonder. Nämnvärt är även det att dessa fonder har de högsta kostnaderna, vilket leder till att deras faktiska avkastning, med avdrag av alla kostnader, inte uppkommer till en onormal prestanda. Detta indikera enligt Grinblatt och Titman (1989) att investerare

inte kan utnyttja de överlägsna förmågorna hos fondförvaltare genom att köpa sina aktier i fondförvaltares fonder.

En forskning kring kapitalinflöde efter lyckad fondförvaltning har gjorts av Oh och Parwada (2007). Forskningen undersöker sambandet mellan avkastning och kapitalinflödet i fonder i Korea. Studien utfördes på den koreanska marknaden under åren 1997–2003 och baserade sig på dagliga noteringar. Fondmarknaden är relativt ny i Korea och fondbranschen skiljer sig lite från den amerikanska fondbranschen. Eftersom fondmarknaden även i Finland är relativt ny kan detta även tillämpas i avhandlingen. Oh och Parwada (2007) hittade ett starkt positivt samband mellan fonder med ett högt kapitalinflöde och en bättre avkastning. Den starkt positiva korrelationen är med en fem dagars fördröjning. En-dags fördröjning på marknadsavkastningen visar inte ett betydande samband med flödesvariabler. Den starkt positiva korrelationens resultat innebär att en ökning eller minskning av flöden i fonder tenderar att även leda till att en annan fondförvaltare agerar i samma riktning. Oh och Parwada (2007) hittade även ett svagt samband mellan fondernas volatilitet och kapitalflöde. Undersökningen är gjord utifrån fondförvaltarens beteenden.

Jensen (1968) menar att ett centralt problem inom finansieringen och speciellt inom portföljförvaltningen har varit att utvärdera prestationen av portföljer med riskfyllda investeringar. Problemet kan delas in i två delar; fondförvaltarens förmåga att öka avkastningen i portföljen genom en lyckad förutsägelse av priserna och genom att minska riskerna som uppstår för investerarna. Datasamplet som Jensen (1968) använder i studien är från en tidsperiod på tio år mellan 1955–1964. Samplet består av avkastning på 115 fondportföljer från Wiesenbergs Investment Companies. Jensen (1968) hittar inga bevis i sin undersökning på att fondförvaltare skulle kunna producera mervärde genom en aktiv fondförvaltning. Det finns även väldigt lite bevis på att enskilda fonder kunde göra betydligt bättre än de som förväntades, av enbart en ren slumpmässig chans. Dock anser Jensen (1968) att fonderna som valdes i överlag inte presterade bra samt att diversifieringen av fonder inte tagits i beaktande. Jensen (1968) konstaterar att fondernas nytta kan ses i möjligheten för låga

kostnader och diversifierade investeringar. Jensen (1968) menar att placerarna borde kräva en högre avkastning då fondernas riskprofil stiger.

Barber, Odean och Zheng (2005) undersöker hur fonderna har ändrat sina avgiftsstrukturer under de senaste årtiondena. Av de amerikanska aktiefonderna som deltog i studien uppbar ungefär 91 % teckningsavgifter år 1962 medan teckningsavgiften år 1999 endast var 35 %. Studien fokuserar på diversifierade amerikanska aktiefonder från tidsperioden 1979–1999. Den årliga avgiften hos fonder som baserar sig på totala tillgångarna i fonden har stigit från 0,54 % år 1962 till 0,9 % år 1999. Barber m.fl. (2005) visar i sin studie att det finns ett negativt samband mellan fondflödet och totala avgifterna. När Barber m.fl. (2005) inkluderar teckningsavgifter och operativa kostnader separat, framgår det att teckningsavgifterna är den största orsaken till det negativa fondflödet. Forskarna förklarar detta med att investerare undviker fonder med höga teckningsavgifter, en har ännu inte insett att de borde beakta de totala avgifterna i fonden. Teckningsavgifterna kan ses som en mer konkret summa än totala avgifterna, och därmed kan det vara missledande att endast göra sitt investeringsbeslut på basen av teckningskostnaderna. Barber m.fl. (2005) menar också att marknadsföringsavgifterna har en positiv inverkan på fondflödet och förklarar detta som en minskning av kostnaderna för informationssökning. Marknadsföringen av fonderna ger synlighet åt investeraren och därmed blir fonden mer attraktiv och får ett större flöde.

Korkeamäki och Smythe (2004) undersöker effekten av marknadssegmentering och den höga marknadsandelen av bankägda fondbolag i Finland. Forskarna undersöker även hur dessa påverkar avkastningen och avgifter på den finländska fondmarknaden. Studien genomfördes med en tvärsnittsanalys med ordinary least square modellen. Datasamplet i Korkeamäki och Smythe (2004) undersökning bestod av 150 fonder under tidsperioden 1993–2000. Resultatet visar att 45 % av fonderna är förvaltade av banker och genomsnittskostnaderna för fonderna är 1,44 %. Kostnaderna av bankförvaltade fonder är även högre än för fonder som är förvaltade av andra fondbolag. Detta kan bero på att investerare väljer bekvämlighet över kostnader och väljer att hålla alla sina tillgångar hos banken, och därmed kan

bankerna höja på sina avgifter. Korkeamäki och Smythe (2004) kommer dock fram till att kostnaderna tenderar att minska ju äldre fonden blir. De minskande kostnaderna är ett resultat av att flera fonder introducerats och därmed har marknaden blivit mer öppen och konkurrensutsatt. Korkeamäki och Smythe (2004) menar att det inte finns tidigare forskning som undersöker fondavgifter utanför Amerika. De menar att de inhemska fondbolagen har större avgifter än internationella fondbolag.

4. Metod

I det här kapitlet kommer valet av metoden, insamlingen av data och hypoteserna att presenteras. För att analysera ifall förvaltade fonders utveckling och kapitalflödet har en korrelation, kommer data om fondplaceringar att insamlas från Suomen Sijoitustutkimus. Korkeamäki och Smythe (2004) genomförde sin studie med en tvärsnittsanalys och flera andra studier stöder valet av regressionsanalys som metod. Denna typ av metod passar bra ihop med syftet på denna avhandling och väljs därmed som metod att undersöka fondutvecklingen och mängden teckning. Avhandlingen genomförs som en kvantitativ tvärsnittsstudie och en regressionsanalys. För kvantitativa metoder används även ibland benämningen positivism. Data över ett lämpligt tidsintervall kommer att undersökas genom regressionsanalysen.

4.1 Val av metod

Tidsaspekten är ett viktigt perspektiv att fundera över och ta ställning till i avhandlingen. Vid studier ska det bestämmas ifall en undersökning ska beskriva hur en situation ser ut vid bestämda tidpunkter eller ifall man vill att undersökningen har ett longitudinellt perspektiv, det vill säga en kontinuerlig tidsperiod. Genom en tvärsnittsstudie beskriver man hur situationen ser ut vid olika tidpunkter och med ett longitudinellt perspektiv undersöker man händelser under en viss längre period (Djurfeldt m.fl., 2003, s.75–76). En tvärsnittsstudie beskriver dock inte situationen före och efter tidpunkten för mätningen. I avhandlingen kommer tvärsnittsstudie att användas som metod, det vill säga vissa utvalda tidsperioder bestäms och används vid datainsamlingen. Tvärsnittsstudier genomförs oftast som kvantitativa studier och detta gäller även i denna avhandling. Tvärsnittsstudien är en lämplig metod för att uppnå syftet med avhandlingen och beskriva hur fondutvecklingen skett vid vissa utvalda tidpunkter.

Vid undersökning av sambandet mellan två variabler uppkommer frågeställningen om sambandet som observeras avspeglar ett reellt orsakssamband eller enbart en

statistisk samvariation som beror på tillfälligheter, ett så kallat skensamband (Djurfeldt m.fl., 2003, 144). I en orsakrelation ska det finnas minst en variabel som åstadkommer en förändring i en annan variabel när den förändras. Detta kallas beroende och oberoende variabler, där den oberoende variabeln är grunden och den beroende variabeln är den händelse som utlöses av en aktivering av grunden (Djurfeldt m.fl., 2003, 144). Den oberoende variabeln antas alltså påverka den beroende variabeln. Vid en undersökning av samband mellan variabler kan det finnas en eller flera beroende variabler. Ett kriterium som hjälper till att bestämma om ett statistiskt samband är ett orsakssamband samt vilken av variablerna som är beroende och oberoende är tidsföljden mellan variablerna. Förändringen i den orsakande variabeln ska tidsmässigt inträffa innan en förändring i effektvariabeln, aldrig tvärtom (Djurfeldt m.fl., 2003, 144). I avhandlingen undersöks orsakssambandet mellan fondens kurs och nettoteckningen. Frågeställningen i avhandlingen leder till att fondens kurs är den oberoende variabeln och nettoteckningen är den beroende variabeln som påverkas av fondens kursutveckling.

De olika variablerna benämns endogena och exogena variabler. En endogen variabel förklarar sambandet inom den ekonomiska modell där den förkommer, medan det exogena variabelvärdet påverkar sambandet i modellen utifrån. I avhandlingen är avkastningen på fonden och nettoteckningen endogena variabler. Exogena variabler i avhandlingen är bland annat teckningskostnaderna, volatiliteten, fondkapitalet och risken. Valet av regressionsanalys som metod i avhandlingen stöds av att flera tidigare studier som undersöker fonder har valt att använda sig av samma metod.

En multipel linjär regressionsanalys utreder om det finns ett statistiskt samband mellan en responsvariabel (Y) och två eller flera förklarande variabler (X) enligt följande:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \cdots + \beta_m X_m + \varepsilon.$$

Regressionsmodellen som används i avhandlingen byggs upp enligt ovanstående regressionsmodeller där Y står för den beroende variabeln, det vill säga den variabel som påverkas, och x är de oberoende variablerna. Regressionsmodellen som kommer att testas och undersökas i avhandlingen ser ut som följande:

$$\text{Nettoteckning} = \beta_0 + \beta_1 \text{ avkastning} + \beta_2 \text{ teckningskostnader} + \beta_3 \text{ inlösenkostnader} + \beta_4 \text{ volatilitet} + \beta_5 \text{ risk} + \beta_6 \text{ fondkapital} + \varepsilon$$

Sambandet mellan teckning och inlösning av fonder samt fondutvecklingen, i form av avkastning, kommer undersökas genom ovanstående regressionsmodell. Teckningskostnader, volatilitet, fondkapital och risken kommer att vara kontrollvariabler. β_1 kommer alltså att förklara hur avkastningen förhåller sig till nettoteckningen. Kontrollvariablerna har en stor inverkan på resultatet i regressionsanalysen, eftersom de minskar sannolikheten att ett samband mellan två undersökta variabler uppstår fastän samvariationen i själva verket orsakas av en variabel. Nettoteckningen är inte endast beroende av fondkursen och därmed måste rätt kontrollvariabler väljas. Teckningskostnader, volatilitet, fondkapital och risken är faktorer som har en inverkan på investerarens beslutsprocess och ska därmed vara med i regressionsanalysen. Kontrollvariablerna minskar på den kausala effekten, genom att man undersöker fonder med samma utgångspunkt.

4.2 Insamling av data

För att resultatet ska vara så rättvisande och ge en så bra bild över hur marknaden fungerar, används åren 2008, 2010, 2012, 2014 och 2016. Tiden mellan dessa årtal är jämt fördelad och under denna tidsperiod har det funnits både konjunktursvängningar och efterföljden av en finanskris. Till undersökningen kommer månatlig information om de totala teckningarna och fondernas värdeutveckling att samlas in. Totalt 61 fonder som finländska banker bjuder ut åt investerare är inkluderade i avhandlingen. Detta betyder att det totala data samplet

kommer uppgå till 3 660 observationer per variabel. Fonderna som valts till avhandlingen hör till de olika klasserna av fonder och är utvalda att representera olika geografiska områden för att få en så stor bredd på data som möjligt. Marknaderna som är med är bland annat Finland, Europa, Nordamerika, Norden och Asien samt fondalternativ med underliggande tillgångar som är globala. Fonderna som är med i datasamplet är listade i bilagan 1.

Data som samlas av Suomen Sijoitustutkimus är månatliga och alla tolv månader på respektive år ska tas med i datainsamlingen. Fastän data på fondobservationerna är på månatlig basis, används Sharpe på 12 månader. Fondens avkastning är en procentuell förändring av fondandelens värde, med beaktande av vinstutdelningen och förvaltningsavgifterna. Avkastningen som fonderna medför återplaceras på fonderna. Kapitalskatten är inte beaktad i avkastningen. Alla data som tagits från Suomen Sijoitustutkimus redovisas i euro. Alla tolv månader kommer att inkluderas i studien för att få en övergripande bild av utvecklingen under respektive år. Eftersom avhandlingen avgränsas till finländska banker, kommer utvalda bankägda fondbolagen vara grunden för datainsamlingen.

Suomen Sijoitustutkimus Oy sammanfattar fondrapporter från alla aktörer på den finländska marknaden. Rapporterna som ges ut av Suomen Sijoitustutkimus Oy är månatliga. Företaget är en oberoende aktör som inte tar ställning till fondbolagens eller fondernas prestation. Data kommer att analyseras med hjälp av programmet IBM SPSS Statistics. SPSS är ett datorprogram för statistisk analys.

4.3 Hypoteser

För att besvara avhandlingens syfte har följande hypoteser ställts upp för att underlätta analysen samt diskussionen av resultaten i regressionsanalysen.

Hypotes (H_1): Mängden teckningar av fonder kan förklaras med ett positivt samband med utvecklingen av fonden.

Nollhypotes (H_0): Det finns inte ett samband mellan tecknande och inlösningen av fonder samt utvecklingen av fonden.

Syftet i avhandlingen är att undersöka i vilket skede av fondens utveckling finländska investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Ifall den första hypotesen stämmer överens med resultatet med analysen av data, och det finns ett positivt signifikant samband mellan tecknande av fonder samt fondenskurs, kan man anta att investerare väljer att teckna fonder då fondens kurs ökar eller inlösa fonder då fondkursen går ner. Detta leder till att man kan komma fram till ett resultat över i vilket skede av fondens utveckling investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Det är även möjligt att sambandet är negativt vilket skulle betyda att investerare väljer att teckna fonder då fondkursen sjunker och inlöser fonder då fondkursen växer. Nollhypotesen utgör ett scenario där man inte kan hitta ett samband mellan investerarens nettoteckning och fondens kurs, och därmed kan man inte beskriva i vilket skede av fondens utveckling investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Kritik mot detta antagande är att ett samband kan vara missvisande på grund av flera olika orsaker. En stor orsak till ett missvisande samband kan vara att en avgörande kontrollvariabel inte finns med i regressionsanalysen eller att det kan finnas en påverkande faktor som inte har något med fonder att göra. Avhandlingen är en pro-gradu avhandling och därmed kommer det att göras antaganden för att underlätta processen. Ifall sambandet mellan dessa två variabler är signifikant kommer det att antas att orsakssambandet är tillräckligt starkt för att kunna konstatera hur investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Shinozawa och Vivian (2015) stöder dessa antaganden i deras undersökning, där de kommer fram till att nästan hälften av variationen i kassaflödet kan förklaras enbart av fondens utveckling och att resultatet tyder på att utvecklingen av fonden är nyckelfaktorn för de japanska investerare och deras beslut över hur deras tillgångar placeras.

4.4 Reliabilitet och validitet

Vid vetenskaplig forskning finns det två kvalitetskriterier, dessa två är reliabilitet och validitet, som är viktiga att reflektera över vid kvantitativ undersökning. Reliabilitet reflekterar hur konsekvent resultaten i undersökningen är och ifall en annan person skulle komma fram till samma resultat ifall undersökningen skulle göras igen samt ifall resultaten kan påverkas av slumpmässiga förutsättningar (Golafshani, 2003). Golafshani (2003) identifierar att det finns tre olika typer av reliabilitet eller tillförlitlighet vid kvantitativ forskning; 1) graden till vilken en mätning upprepade gånger förblir densamma, 2) stabiliteten hos en mätning över tiden och 3) likheten av mätningarna inom en given tidsperiod. Reliabiliteten beskriver alltså hur sannolikt det är att samma resultat uppnås om studien utförs av någon annan och då de använder sig av samma data och metod. Reliabilitet är ett av de viktigaste kriterierna vid bedömningen över företagsekonomisk forskning.

Validitet är även ett av de viktigaste kvalitetskriterium vid bedömningen. Enligt Golafshani (2003) beskriver validitet hur trovärdig en undersökning är och hur bra den reflekterar verkligheten. Det vill säga ifall bedömningen av slutsatserna i undersökningen faktiskt mäter det fenomen som ska mätas. De traditionella kriterierna för validitet är enligt Golafshani (2003) att validitet finner sina rötter i en positivistisk tradition. Validiteten eller giltigheten bestämmer om forskningen verkligen mäter det som forskningen är avsedd att mäta samt hur sanningsenlig forskningsresultatet är. Golafshani (2003) menar att två variabler som har en korrelation sinsemellan inte automatiskt behöver betyda att det finns en kausalitet mellan variablerna. Intern validitet används för att beskriva ifall en slutsats om ett kausalt samband är hållbar. Extern validitet används i sin tur för att beskriva om resultaten kan generaliseras (Bryman & Bell 2017:175–177).

I avhandlingen kommer reliabiliteten och validiteten att säkerställas genom att använda offentlig information om fonderna som är publicerat av en oberoende aktör. Denna aktör tar inte ställning till fondbolagens eller fondernas prestation. Informationen om fonderna publiceras med jämna tidsintervall och vid samma tidpunkt varje månad för respektive fonder. Insamlingen av data sker från pålitlig källa och en hög noggrannhet har tillämpats. Extremvärden kommer att elimineras

för att data ska ge en rättvisande bild av investerarens beteende och val vid köp av fonder. Transparens har en viktig roll i avhandlingen. Varje teori, metod och steg som presenteras eller används vid undersökningen beskrivs i relativt hög detalj samt förklaras hur de hänger ihop med avhandlingen. Reliabiliteten i avhandlingen kan konstateras vara på en nivå som passar kvantitativa undersökningar.

Validiteten säkerställs genom att använda etablerade undersökningsmetoder, såsom Pearsons korrelationskoefficient. Det är dock viktigt att notera att vid mätning av korrelationen mellan två variabler i ett sampel så fås i princip aldrig en nollkorrelation, även då korrelationen mellan variablerna är noll i en population. Detta beror på att två stickprovsmedelvärden i princip alltid skiljer sig från varandra även om samplet dras från samma population. Att två variabler korrelerar bevisar därför ingenting i sig själv. Ifall regressionslinjen lutar uppåt, är på samma sätt inte heller ett bevis på att det faktiskt skulle finnas ett positivt samband mellan variablerna. Först när mönstret blir tillräckligt tydligt och inte kan bortförklaras av slumpen, kan vi påstå att sambandet är verkligt. Det är viktigt att minnas att alla metoder har fått kritik, och därmed ska den metod väljas till avhandlingen som anses passa bäst för syftet i avhandlingen. Metoderna som valts till avhandlingen används ofta i liknande undersökningar och detta stöder valet att använda just denna metod i avhandlingen.

5. Resultat

I det här kapitlet presenteras de numeriska resultaten från analysen om i vilket skede av fondens utveckling finländska investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Resultaten kommer att presenteras med hjälp av olika tabeller och genom beskrivning av vad dessa tabeller anger. Resultatet i avhandlingens analys kommer att diskuteras med Pearsons korrelationskoefficient mellan nettoteckning och avkastning samt multipel och enkel linjär regressionsanalys. Analysen utfördes på sammanlagt 3 660 fondobservationer, dessa observationer användes sedan i Pearsons korrelationskoefficienten och regressionsanalysen. Extremvärden eliminerades och det finns även ett få tal observationer som det saknades data för under vissa månader, och detta kommer även fram i tabellerna där resultaten presenteras.

I tabell 1 presenteras minimi och maximivärden för observationerna i data för respektive variabler. Ur tabellen kan även den slutliga mängden observationer för varje variabel ses.

Beskrivande statistik

	N	Minimum	Maximum	Medelvärde	Std. Deviation
Nettoteckning	3508	-149,90	138,90	,0635	17,16995
Avkastning	3573	-28,90	21,10	,0229	4,71173
Sharpe	3536	-4,50	22,30	,4931	1,39491
Volatilitet	3542	,10	204,00	15,3009	9,69286
Inlösen	3571	,00	124,70	,8067	2,11751
Teckning	3570	-,5	5,0	,827	,6745
Fondens kapital	3565	,00	2439,50	249,9829	333,42250
N	3467				

Tabell 1 - Beskrivande data statistik

5.1 Korrelation med Pearsons korrelationskoefficient

Korrelation anger styrkan samt riktningen av ett samband mellan två eller flera variabler. Pearsons korrelationskoefficient är det vanligaste korrelationsmåttet som används inom statistiken. Den mäter styrkan i det linjära sambandet mellan två variabler och antar värdet mellan 1 och -1. Korrelationen mellan två eller flera variabler ges som korrelationskoefficient. Metoden för att bestämma korrelationen mellan variablerna i avhandlingen är bivariat analys. Korrelationskoefficienten har ett värde mellan 1 och -1, där 1 anger ett maximalt positivt samband och -1 ger ett maximalt negativt samband. Ifall det inte finns ett samband mellan variablerna anges detta med talet 0. En korrelation som antar ett positivt värde betyder att ju mer det finns av den första variabeln desto mer finns det av den andra variabeln.

Nedan presenteras resultaten från Pearsons korrelationskoefficient mellan variablerna nettoteckning och avkastning. Ur tabellen kan sambandet mellan variablerna avläsas samt hur signifikant detta samband är mellan dessa variablerna.

Pearsons korrelationskoefficient			
		Avkastning	Nettoteckning
Avkastning	Pearsons korrelation	1	,049**
	Sig. (tvåsidigt)		,003
	N	3573	3508
Nettoteckning	Pearsons korrelation	,049**	1
	Sig. (tvåsidigt)	,003	
	N	3508	3508

**. Korrelationen är signifikant på en 0,01 nivå (tvåsidigt).

Tabell 2 - Korrelation mellan nettoteckning och avkastning

Korrelationen mellan mängden nettoteckningar och fondens avkastning är positiv. Den positiva korrelationen mellan nettoteckning och avkastning innebär att när avkastningen ökar leder detta till att nettoteckningarna också ökar. Pearsons korrelation mellan nettoteckningar och avkastningen har ett värde på 0,049. Detta är ett svagt samband mellan variablerna nettoteckning och avkastning. Korrelationen tar dock inte i beaktande orsakssambandet, detta betyder att korrelationen mellan variablerna kan påverkas av en tredje variabel som orsakar både högre avkastning och nettoteckning.

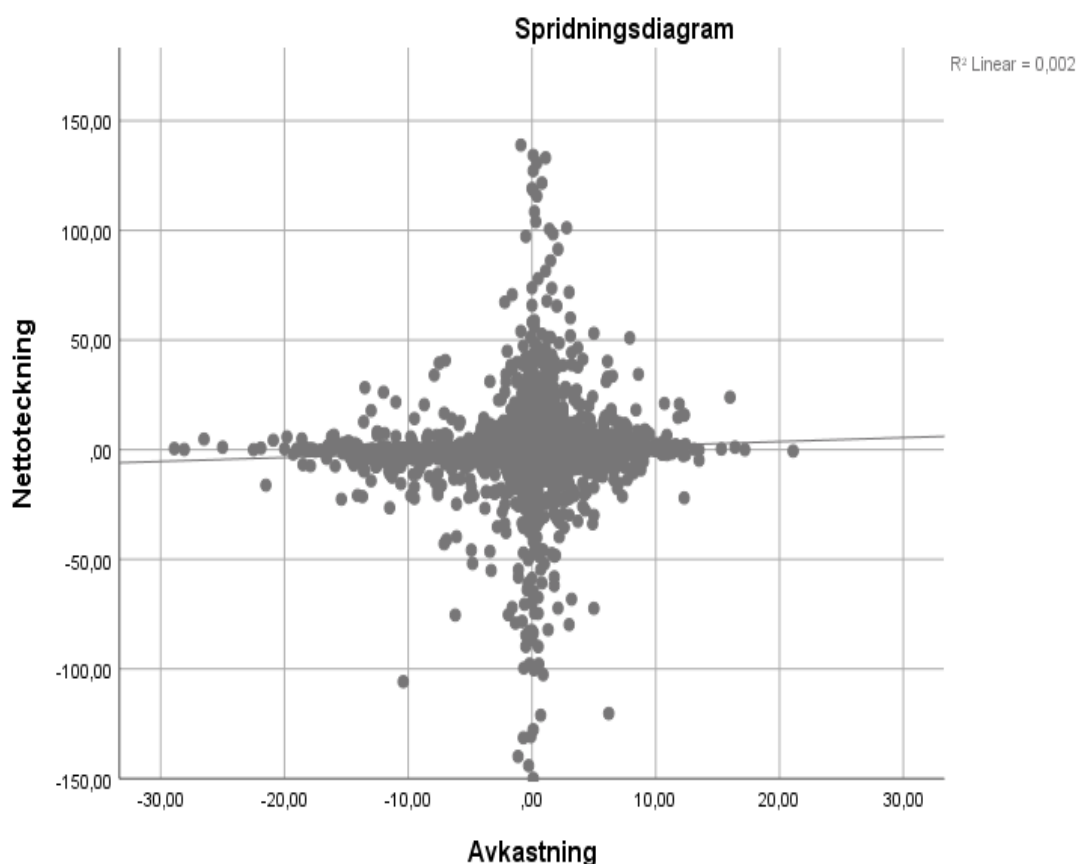
Signifikansen är ett mått på hur väl ett värde, uträknat på ett sampel, överensstämmer med det värdet som är det troligaste värdet om en hypotes. Med hjälp av signifikansen kan nollhypotesen förkastas. Ett signifikant värde från ett statistiskt test innebär att nollhypotesen kan förkastas. Signifikans är en sannolikhet för ett utfall och anges som ett p-värde. Signifikansen anges i olika nivåer, dessa nivåer är 0,05, 0,01 eller 0,001. Sambandet kallas signifikant om sambandet hör till de 5 % allra extremaste sambanden som man kan bara få med slumpen. Ju större p-värdet är desto lättare kan man skylla på att slumpen har orakat sambandet. Nollhypotesen kan förkastas ifall p-värdet är lägre än 0,05, det vill säga en nivå på 5 %. (Djurfeldt m.fl., 2003)

Resultatet i studien visar en signifikans på 0,003 vilket är p-värdet mellan nettoteckning och avkastningen. Som tidigare konstaterades kan nollhypotesen förkastas ifall p-värdet är lägre än 0,05. Resultatet i avhandlingen betyder att nollhypotesen kan förkasta och samtidigt kan det konstateras att hypotes H1 stämmer. Det finns alltså en medelstatistiskt signifikant korrelation mellan nettoteckning och avkastningen på fonderna i avhandlingen.

Den svaga korrelationen kan ses i spridningsdiagrammet där sambandet mellan variablerna har visualiserats. Eftersom datapunkterna är utspridna över diagrammet kan man se att sambandet mellan avkastningen och nettoteckningarna för fonderna mellan 2008–2016 är svag. Ifall punkterna skulle vara i en linjär linje, från vänstra nedre delen till högra övre delen av diagrammet det vill säga en uppåt lutande linje, skulle sambandet vara positivt starkt.

Data innehöll vissa ytterligheter, som är avvikande värden som skiljer sig kraftigt från de andra värden. Dessa ytterligheter eller extremvärden elimineras för att resultatet i avhandlingen ska ge en så rättvisande bild som möjligt. Totalt eliminerades 11 observationer ur data för fonderna som bankerna erbjuder sina kunder. Gränsen för elimineringen av nettoteckningar var +150 och -150 miljoner euro.

Figur 4 är ett spridningsdiagram av nettoteckningar och avkastningen för de utvalda fonderna i undersökningen. I spridningsdiagrammet illustreras den genomsnittliga linjen för korrelationen för nettoteckning och avkastningen. Linjen går nästan parallellt med x-axeln, en liten lutning kan dock urskiljas i figuren.



Figur 4 - Spridningsdiagram

Korrelation med kontrollvariabler

		Avkastning	Nettoteckning	Volatilitet	Sharpe	Fondens kapital
Avkastning	Pearsons korrelation	1	,049**	-,151**	,337**	,076**
	Sig. (tvåsidigt)		,003	,000	,000	,000
	N	3573	3508	3542	3536	3565
Nettoteckning	Pearsons korrelation	,049**	1	-,001	,130**	,028
	Sig. (tvåsidigt)	,003		,971	,000	,094
	N	3508	3508	3477	3471	3507
Volatilitet	Pearsons korrelation	-,151**	-,001	1	-,319**	-,217**
	Sig. (tvåsidigt)	,000	,971		,000	,000
	N	3542	3477	3542	3536	3534
Sharpe	Pearsons korrelation	,337**	,130**	-,319**	1	,131**
	Sig. (tvåsidigt)	,000	,000	,000		,000
	N	3536	3471	3536	3536	3528
Fondens kapital	Pearsons korrelation	,076**	,028	-,217**	,131**	1
	Sig. (tvåsidigt)	,000	,094	,000	,000	
	N	3565	3507	3534	3528	3565

** . Korrelationen är signifikant på en 0,01 nivå (tvåsidigt).

Tabell 3 - Korrelation med kontrollvariablerna

I Pearsons korrelation med de olika kontrollvariablerna kan det ses i tabell 3 att det dock finns andra variabler i data som har signifikant korrelation sinsemellan. Dessa korrelationer är signifikanta på en nivå på 0,01. Denna nivå är signifikanta på 1 %, vilket är den näst starkaste signifikansen som ett sampel kan nå. Exempelvis är fondens totala kapital och avkastning signifikanta med en korrelation på 0,076. Fondens kapital består av tecknade och inlösta fonder samt hur fondens kapital i sig har avkastat.

5.2 Regressionsanalys

Inom statistiken är multipel linjär regression ett sätt att undersöka ifall det finns ett samband mellan en beroendevariabel och två eller flera oberoendevariabler. Regressionsanalysen beskriver hur mycket och på vilket sätt de olika oberoende variablerna kommer att påverka mängden nettoteckningar. I avhandlingen användes både enkel oh multipel regressionsanalys för att se ifall det finns en stor skillnad mellan nettoteckning och avkastningen då kontrollvariablerna tas i beaktande eller inte tar kontrollvariablerna i beaktande. Den multipla regressionslinjen byggs upp enligt följande:

$$\text{Nettoteckning} = \beta_0 + \beta_1 \text{avkastning} + \beta_2 \text{teckningskostnader} + \beta_3 \text{inlösenkostnader} + \beta_4 \text{volatilitet} + \beta_5 \text{Sharpe} + \beta_6 \text{fondkapital} + \varepsilon$$

I den multipla regressionslinjen står Sharpe för risken i fonderna. En enkel regressionsanalys genomfördes för att ge en jämförelse till den multipla regressionen och för att kontrollera huruvida avkastningen skiljer sig med och utan kontrollvariabler. En enkel regressionsanalys undersöker sambandet mellan en beroendevariabel och en oberoendevariabel. Den enkla regressionen ser ut som följande:

$$\text{Nettoteckning} = \beta_0 + \beta_1 \text{avkastning} + \varepsilon$$

Regressionskoefficienter med kontrollvariabler

Model	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	t-värdet	Signifikans (p-värdet)
	B	Std. Error	Beta		
1	(Konstant)	-3,369		-4,447	,000
	Avkastning	,027	,007	,397	,691
	Volatilitet	,043	,024	1,116	,265
	Sharpe	1,743	,137	7,232	,000
	Teckning	,596	,019	,909	,363
	Inlösen	1,511	,038	1,768	,077
	Fondens kapital	,001	,021	1,227	,220

a. Beroende variabeln: Nettoteckning

Tabell 4 - Koefficienter med kontrollvariabler

Ur tabell 4 kan avläsas att den multipla regressionslinjen för nettoteckning ser ut som följande:

$$\text{Nettoteckning} = -3,369 + 0,027 \cdot \text{avkastning} + 0,596 \cdot \text{teckningskostnader} + 1,511 \cdot \text{inlösenkostnader} + 0,043 \cdot \text{volatilitet} + 1,743 \cdot \text{Sharpe} + 0,001 \cdot \text{fondkapital}$$

Kontrollvariablernas signifikansnivå i den multipla regressionsanalysen presenteras i den femte kolumnen i tabell 4. Då p-värdet är under 0.05 finns det en signifikant nivå. Detta betyder då att Sharpe kontrollvariabelns koefficient är signifikant. Ju större t-värde är i kolumn fyra desto svårare är det att skylla sambandet på slumpen. Avkastningen har den minsta nivån på t-värdet och sambandet kan därmed skyllas på slumpen.

Detta betyder att för varje andel den oberoende variabeln avkastning ökar med en enhet kommer den beroende variabeln nettoteckningarna att öka med 0,027

enheter. Sharpekvoten har den största positiva påverkan på nettoteckningen, då Sharpekvoten ökar med en enhet kommer nettoteckningarna öka med 1,743 enheter. Inlösenkostnaderna har den näst största positiva påverkan på nettoteckningen, då inlösenkostnaderna ökar med en enhet kommer nettoteckningarna öka med 1,511 enheter. Resultatet i regressionsanalysen indikerar att alla variabler har ett positivt samband med nettoteckningen. Det vill säga att när variabeln ökar med en enhet kommer även nettoteckningen ha en ökning.

Vid standardiserade koefficienter är koefficienterna för sambandet mellan oberoende och beroende variablerna standardiserade innan regressionen. Även i standardiserade koefficienter beskrivs hur mycket en förändring i oberoende variabeln med en enhet påverkar den beroendevariabeln. De standardiserade betavärden visar en mindre fluktuationen mellan de olika variablerna och dess samband till mängden nettoteckningar.

Regressionskoefficienter utan kontrollvariabler

Model	Ostandardiserade koefficienter		Standardiserade koefficienter	t-värdet	Signifikans (p-värdet)
	B	Std. Error	Beta		
1	(Konstant)	,057		,198	,843
	Avkastning	,181	,049	2,932	,003

a. Beroende variabeln: Nettoteckning

Tabell 5 - Koefficienter utan kontrollvariabler

Regressionsanalysen utfördes även som en enkel linjär regression med nettoteckning som beroende variabel och avkastningen som oberoende variabel. Den enkla regressionsanalysen är uppställd enligt följande:

$$\text{Nettoteckning} = 0,057 + 0,181 \cdot \text{avkastning}$$

I en enkel regressionsanalys har variabeln avkastning ett p-värde på 0,003 och ett t-värde på 2,932. P-värdet 0,003 betyder att avkastningen har en signifikansnivå på 1 %. Detta är den näst högsta nivån på signifikansen vilket betyder att resultatet inte kan skyllas på slumpen.

Avkastningen har i den enkla regressionen en positiv påverkan på nettoteckningen. Då avkastningen ökar med en enhet kommer nettoteckningen öka med 0,181 enheter. I den enkla linjära regressionen har avkastning en större påverkan på nettoteckningen än vad avkastningen hade vid multipla regressionen. Vid den enkla regressionen är avkastningens påverkan sex gånger högre än vid den multipla. Förklaringsgraden är dock mindre utan kontrollvariabler än med kontrollvariabler, vilket indikerar att kontrollvariablerna är viktiga vid analyseringen.

Förklaringsgraden beskriver hur stor del av variationen i nettoteckningen kan förklaras med variationen i avkastningen. Förklaringsgraden indikerar hur starkt samband det finns mellan variablerna. Nedan kommer förklaringsgraden för den multipla och enkla regressionen att presenteras.

Förklaringsgraden utan kontrollvariabler

Model	R	R-kvadratvärde	Justerad R kvadrat	Std. Error på estimatet
1	,049 ^a	,002	,002	17,15138

a. Prediktorer: (Konstant), Avkastning

b. Beroende variabel: Nettoteckning

Förklaringsgraden med kontrollvariabler

Model	R	R-kvadratvärde	Justerad R kvadrat	Std. Error på Estimatet
1	,146 ^a	,021	,020	16,94776

a. Prediktorer: (Konstant), Fondens kapital, Avkastning, Teckning, Sharpe, Inlösen, Volatilitet

b. Beroende variabel: Nettoteckning

Tabell 6 - Modellsammanfattningar utan och med kontrollvariabler

Den justerade R-kvadratvärdet beskriver modellens förklaringsgrad. I tabellen förklaringsgraden utan kontrollvariabler, med endast nettoteckning och avkastning som variabler, kan vi avläsa att R-kvadratvärdet visar en förklaringsgrad på 0,2 %. Detta betyder att 0,2 % av variationen i nettoteckningar kan förklaras med hjälp av avkastningen. Variationen i nettoteckningar har en större förklaringsgrad då kontrollvariabler tas i beaktande. Kontrollvariablerna medför att variationen i nettoteckningen kan förklaras med 2,1 % av variablerna. Detta betyder alltså att då alla variabler inkluderas i regressionsanalysen beskriver variablerna tillsammans bättre variationen i nettoteckningen än vad avkastningen som enda variabel gör. Dessa siffror är dock väldigt små och stöder resultatet från korrelationsanalysen om att sambandet är svagt.

6. Diskussion och sammanfattning

Syftet med denna studie var att undersöka i vilket skede av fondens utveckling investerare på den finska marknaden valde att teckna och lösa in fonder under tidsperioden 2008–2016. I detta avslutande kapitel kommer resultatet från undersökningen att diskuteras samt kopplas till teorin kring nettoteckningar och avkastningen. Sambandet i resultatet i undersökningen tyder på att investerare på den finska marknaden inte följer utvecklingen av fonden lika starkt som det i teori förespråkats. Faktorer som påverkar resultatet kommer att diskuteras nedan. Resultatet diskuteras utifrån uppställda hypoteser i avhandlingen samt tidigare forskning kring ämnet. En sammanfattande diskussion kring avhandlingens slutsatser kommer att föras och förslag till fortsatt forskning inom ämnet slutför avhandlingen.

6.1 Resultatet i förhållandet till hypoteserna och tidigare forskning

För att besvara avhandlingens syfte samt att testa samtliga hypoteser, har en regressionsmodell använts för att undersöka sambandet mellan antalet nettoteckningar och fondens avkastning. Hypoteserna i avhandlingen är följande och har presenterats utförligare i tidigare skeden i avhandlingen:

Hypotes (H_1): Mängden teckningar av fonder kan förklaras med ett positivt samband med utvecklingen av fonden.

Nollhypotes (H_0): Det finns inte ett samband mellan tecknande och inlösnings av fonder samt utvecklingen av fonden.

Resultatet i undersökningen visar att det finns ett svagt positivt samband mellan antalet nettoteckningar och fondens avkastning. Detta samband är enligt Pearsons korrelationskoefficient signifikant på en nivå på 1 %. I den multipla regressionsanalysen är sambandet mellan nettoteckningar och avkastningen även svagt positivt men detta samband är inte signifikant. I den enkla regressionsanalysen

är sambandet signifikant på en nivå på 1 %. Både i Pearsons korrelation och den enkla regressionsanalysen ha nettoteckningen och avkastningen ett samband med p-värdet 0,03. I den multipla regressionsanalysen är detta samband mellan variablerna inte signifikant eftersom p-värdet är 0,691. Data av nettoteckningarna, fondens avkastning samt de andra variablerna samlades in från en tidsperiod mellan 2008 och 2016. Med hjälp av det positiva sambandet mellan de två variablerna kan nollhypotesen förkastas i avhandlingen. Resultatet i avhandlingen stöder därmed den första hypotesen att mängden tecknande av fonder kan förklaras med ett positivt samband med utvecklingen av fonden.

Majoriteten av den tidigare forskningen som undersökt ämnet menar att det finns ett positivt signifikant samband mellan nettoteckning och avkastning. Resultatet i undersökningen stöder de tidigare studierna som konstaterar att avkastningen har en positiv inverkan på hur investerarna väljer att teckna och inlösa fonder. Resultatet i avhandlingen är därmed överens med de tidigare forskningens resultat. Shinozawa och Vivian (2015) kommer i sin undersökning fram till att nästan hälften av variationen i kassaflödet kan förklaras enbart av fondens utveckling och att resultatet i deras undersökning tyder på att utvecklingen av fonden är nyckelfaktorn för de japanska investerarna och deras beslut över hur tillgångarna placeras. Resultatet i avhandlingen tyder på att variationen i nettoteckningarna inte kommer upp till lika stor andel som kan förklaras med hjälp av avkastningen. Nettoteckningarna i de utvalda fonderna samt avkastningarna för respektive fonder korrelerar med Pearsons korrelationskoefficienten 0,049. Denna korrelation mellan nettoteckning och avkastning är signifikant på en nivå av 0,01, vilket är en nivå på 1 %. Detta är den högsta signifikansnivån som finns vilket betyder att signifikansen inte är så stark som förväntat, men en signifikans finns dock vilket är positivt för undersökningen.

Kaplan och Schoar (2005) stöder resultatet genom sin undersökning där speciellt förhållandet mellan fondens prestation och kapitalinflödet, fondens storlek och en generell överlevnad av fonden undersöks. Regressionsanalysen tyder på ett positivt kapitalinflöde till fonderna och en korrelation med historisk prestanda både i avhandlingens resultat och i Kaplan och Scholars (2005) undersökning. Fondens storlek är positivt och väsentligt relaterad till den tidigare fondens resultat enligt

Kaplan och Schoar (2005) men fondens storlek har dock inte beaktats i analysen i avhandlingen. Resultaten av den genomsnittliga avkastningen kan dock vara lite missvisande eftersom det inte kontrolleras för skillnader i marknadsrisk. Kaplan och Schoar (2005) hittar bevis på att fonder som har gått upp i värde under en ekonomisk uppsving är mindre benägna för kapitalinflöden, vilket i sin tur bevisar att dessa fonder har presterat sämre i förhållandet till risken.

Resultaten indikerar att det finns ett svagt samband mellan hur investerare på den finska marknaden väljer att investera på fonder. Detta samband visar att investeraren väljer att placera sin förmögenhet på fonder då utvecklingen på fonden är positiv och lösa in fonder då utvecklingen på fonden är negativ. Det finns ett signifikant samband mellan mängden nettoteckningar och avkastningen då det inte tas i beaktande andra kontrollvariabler. Sambanden är starkt på en 1 % -nivå med de två olika metoderna som använts i avhandlingen.

6.2 Faktorer som påverkar resultatet

Det finns flera faktorer som kan ha en inverkan på varför inte de utvalda data visar ett lika starkt samband som den tidigare forskningen förespråkar. Fastän resultatet visar ett positivt samband som är signifikant, skulle det vara önskvärt att sambandet skulle vara starkare och signifikansnivån skulle vara på en 1-procents- eller 5-procentsnivå vid den multipla regressionsanalysen. Detta skulle tyda på ett starkare och pålitligare resultat som skulle överensstämma med teorin som tas upp i avhandlingen. Resultatet i avhandlingen visar att finländska investerare inte handlar på marknaden exakt lika som de amerikanska och japanska investerare gör enligt den tidigare forskningen. I den multipla regressionsanalysen har avkastningen en positiv påverkan på mängden nettoteckningar, men har inte en signifikant nivå. Nedan nämns de största faktorerna som kan vara orsaker till att det finns skillnad mellan resultatet i avhandlingen och tidigare forskningen samt diskussion om huruvida dessa faktorer påverkar resultaten.

Den första faktorn som kan leda till att resultatet i avhandlingen inte visar ett lika starkt samband som den tidigare forskningen är sampelstorleken. Sampelstorleken

kan vara en avgörande faktor genom att vara för liten i avhandlingen. Fastän observationerna är totalt 3 660 stycken per variabel, kunde samplet vara ännu större. Eftersom tillgången till databaser varit begränsad, har data sökts manuellt. Data som använts i avhandlingen har varit på månatlig nivå på grund av den ovannämnda orsaken. Ifall data skulle vara på daglig nivå skulle resultatet ge en mer exakt bild av hur finländska investerare följer med fondens utveckling vid beslutet att placera sin förmögenhet. För att få ett så brett sampel som möjligt hör fonderna till de olika klassificeringarna av fonder och är utvalda för att representera de olika geografiska områdena. Marknaderna som är med är bland annat Finland, Europa, Nordamerika, Norden och Asien. De olika klassificeringarna är bland annat aktiefonder, räntefonder och blandfonder.

En annan orsak till att resultatet i avhandlingen visar ett svagare samband än vad teorin förespråkar kan vara att data är avgränsade på ett olämpligt sätt. Eftersom tidsperioden börjar direkt efter finanskrisen kan detta ha en stor inverkan på resultatet. Vid insamlingen av data framkom det att avkastningen och nettoteckningarna fluktuerade väldigt starkt under året 2008 och samma trend fortsatte ännu in på året 2010. Denna tidsperiod kan starkt vara orsaken till att resultatet i avhandlingen inte tyder på ett lika starkt samband mellan nettoteckningar och avkastningen. Denna missvisande effekt kunde elimineras genom att kontrollera endast den tiden då marknaden fluktuerade starkt samt tiden efteråt och sedan jämföra det med resultatet i avhandlingen. Eftersom den finansiella marknaden var osäker efter finanskrisen 2008, kan det finnas flera olika faktorer som påverkar på investerarens beslut och hur villiga de är att ta risker under denna tidsperiod. Dessa faktorer kan vara även omätbara eftersom investerarna handlar väldigt oväntat i finanskriser, dessa faktorer kan även vara sådana som vanligtvis inte påverkar investeraren vid beslutstidpunkten. I avhandlingen har inte finanskrisens möjliga inverkan kontrolleras. Genom att undersöka investerarnas beteende under en längre tidsperiod ifrån finanskrisen skulle resultatet antagligen överensstämma med forskningarnas resultat bättre. Det är dock intressant att se hur den finska marknaden har utvecklats under åren efter finanskrisen. Utifrån resultaten kan konstateras att finländska investerare inte väljer att följa enbart fondens utveckling vid teckning och

inlösen av fonder, utan det finns andra faktorer som påverkar investerare på den finska marknaden. Det kan även ses att de kontrollvariablerna som använts i avhandlingen inte leder till en stor ökning i förklaringsgraden vilket indikerar att kontrollvariablerna inte heller förklarar helt varför de finländska investerare väljer att investera i fonderna. Det finns alltså tydligt andra faktorer som inverkar på den finländska investeraren vid betslutstidpunkten. Exempel på faktorer som kan påverka finländare är fondmarknadens tillväxt, som kan leda till att finländarna blir intresserade att placera sin förmögenhet i fonderna och därmed följer investerarna inte direkt med hur fonderna just vid den tidpunkten utvecklas. Trenden att placera förmögenheten i fonder kan därmed vara en stark orsak till att investerare på den växande marknaden i Finland väljer att placera just i fonder.

Dumma pengar är ett fenomen som är en viktig faktor bakom missvisande resultat. Eftersom de finländska investerarna ännu är nya aktörer på fondmarknaden, kan detta leda till att kunskapen är lägre hos dem vid beslutstidpunkten att placera sin förmögenhet. Bankerna är inte helt oberoende vid rådgivningens tidpunkt och detta kan ha ett inflytande på investeraren. Bankerna vill öka sin omsättning och få finländarna att placera sin förmögenhet just i deras fonder. Detta kan i vissa fall betyda att banken inte ger den rådgivningen till investeraren som skulle behövas, nämligen rådet om att det just nu inte är lönsamt att placera eftersom det är dåligt läge på marknaden. Dumma pengar är förmögenhet som placeras tidsmässigt dåligt. Dumma pengar placeras av investerare då de köper aktier eller fonder då kursen är på topp och säljer aktierna eller fonderna då deras kurser är låga (Akbas m.fl. 2015). Fenomenet dumma pengar är ett resultat av att investerare inte har tillräcklig kunskap eller tid att följa med marknaden. Fondmarknaden har vuxit rejält efter finanskrisen vilket illustrerades i det andra kapitlet i figur 1. En kraftig trend i att investera sin förmögenhet i fonder kan vara en faktor bakom att sambandet varierar från teorin. Finländska investerare följer möjligtvis trenden och investerar blint sin förmögenhet på fonder utan att följa med hur utvecklingen i dessa fonder ser ut just då.

Dessa faktorer är sannolika orsaker till att resultatet i avhandlingen inte överensstämmer med de tidigare forskningarna. Det är även möjligt att det finns

andra påverkande faktorer till skillnaden. De tidigare forskningarna är inte utförda på en marknad som speglar situationen på den finska fondmarknaden och dess utvecklingsskede. Investerare på den finska marknaden kan även värdesätta olika saker än investerarna i de marknaderna som tidigare forskningen har undersökt. Skillnaden mellan hur riskaverta investerarna är på de olika marknaderna har inte tagits i beaktande i denna studie.

6.3 Sammanfattning och slutsatser

I Finland har vi många olika alternativ och möjligheter när det kommer till att placera pengar i finansiella instrument. Investerare kan påverkas av flera olika faktorer vid valet att placera sin förmögenhet. Teorin indikerar att avkastningen kan förklara nästan hälften av variationen i nettoteckningarna (Shinozawa & Vivian, 2015). Avkastningen är en av nyckelfaktorerna till antalet tecknade fonder, eftersom investeraren är en nyttomaximerande individ som strävar till en så hög vinst som möjligt. Syftet med avhandlingen var att undersöka i vilket skede av fondens utveckling finländska investerare väljer att teckna och inlösa fonder. Data begränsades till fonder erbjudna av finländska banker under tidsperioden 2008–2016. Studien omfattade totalt 61 fonder och vilket utgjorde totalt 3 660 observationer.

En korrelation med Pearsons korrelationskoefficient och en regressionsanalys utfördes för att analysera fondernas utveckling och hur investerarna på den finländska marknaden väljer att placera sin förmögenhet. Teorin och tidigare forskning kring fondens utveckling och nettoteckningen av fonderna förespråkar ett starkt samband mellan variablerna. Resultatet i analysen är att det finns ett svagt positivt samband mellan nettoteckningen och avkastningen, detta samband är signifikant på en nivå på 1 %. Den multipla regressionsanalysen visar att nettoteckningen ökar med 0,027 enheter då avkastningen ökar med en enhet. Denna ökning är dock inte signifikant. Resultaten indikerar att det finns ett svagt samband mellan hur investerare på den finska marknaden väljer att investera på fonder. Detta samband visar att investeraren väljer att placera sin förmögenhet på fonder då

utvecklingen på fonden är positiv och lösa in fonder då utvecklingen på fonden är negativ.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att investeraren på den finska marknaden inte följer enbart fondens utveckling och dess avkastning vid valet av att placera sin förmögenhet. Det finns ett svagt samband mellan mängden nettoteckningarna och avkastningen vilket betyder att den första hypotesen håller, men signifikansnivån och sambandets styrka indikerar att avkastningen inte är den enda orsaken till mängden nettoteckningar. Möjliga orsaker till detta är att fondmarknaden är så ung, otillräcklig information samt att investerarna följer trender och andra faktorer som inte inkluderats i avhandlingen.

6.4 Fortsatt forskning

Under avhandlingsprocessen har ett par möjliga fortsatta forskningsfrågor uppstått. Det skulle vara intressant att forska i ifall trenden att investera i fonder inverkar investerares beslutsprocess. En undersökning om huruvida investerare väljer att investera i fonderna som erbjuds av bankerna på grund av att de ger en trygghet samt ifall investerarna litar på andra investerares beslut om att placera sin förmögenhet genom att följa trender. Litar investeraren på att banken skulle meddela ifall det absolut inte skulle vara en bra tidpunkt att placera förmögenheten.

En annan intressant studie är tiden intill finanskrisen och hur exponentiellt fonderna har ökat. Denna snabba ökning i mängden placeringar i fonderna och fondernas totala kapital väcker frågeställningen; kan man småningom se en bubbla som kommer att spricka och kan man börja se nu tio år senare ett liknande mönster som innan finanskrisen 2008? Finns det en osäkerhet om en möjlig kommande finanskris och är investerare oroliga över denna möjlighet då de väljer att teckna och lösa in fonder idag?

Bilaga 1 - Fonder som ingår i undersökningen

Aktia Capital	Aktia Nordic
Elvi Finland Select	Handelsbanken Pohjoismaat Selective
Nordea Pro Finland	Nordea Nordiska länder
OP - Delta	Nordea - Nordic Small Cap
OP - Focus	Sparbanken Östersjön
OP - Finland Index	Ålandsbanken Nordic Value
OP - Finland Småföretag	Handelsbanken Far East
Sparbanken Finland	Handelsbanken Kina
Ålandsbanken Finland Value	Nordea Fjärran Östern
Aktia Europa	Nordea Kina
Evli Europa	OP - Asien Tillväxtmarknader
Danske Invest Europe	OP - Kina
Handelsbanken Eurooppa Aggressiivinen	Nordea Ryssland
Nordea Europa	Handelsbanken Ryssland
Nordea Pro Europa	Nordea Euro Obligation
OP- Eurooppa Osake	Nordea Pro Euro Obligation
OP- Eurooppa Pienyhtiöt	OP-Korkosalkku
OP - Fastighet	OP-Obligation
Sparbanken Europa	OP-Realränta
Ålandsbanken Europe Value	Sparbanken Långränta
Aktia Global	Ålandsbanken Euro Bond
Evli Global	Aktia Likvida+
Handelsbanken Active 100	Handelsbanken Euro Korko
Nordea Global	OP - Euro
Nordea Osakesalkku	Sparbanken Kortränta
Nordea Pro Stable Return	Ålandsbanken Cash Manager
OP - Klimatet	Aktia Solida
OP - Maaailma	Nordea Spara 25
Aktia America	OP-Taktisk Portfölj
Nordea 1 North American Value BP	Sparbanken Världen
Nordea Nordamerika	

Litteraturförteckning

- Agarwal, V.B. & Prather L.J. (1997) "Economic rents and mutual fund performance: an empirical investigation" *Journal of Economics and Finance*, Vol. 21, s. 67–73
- Akbas, F., Armstrong W.J., Sorescu S. & Subrahmanyam A. (2015) "Smart money, dumb money, and capital anomalies" *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, s. 355–382.
- Barber, B.M., Odean, T. & Zheng, L. (2005) "Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows". *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, s. 2095-2119.
- Bodie, Z., Kane & A.J. Marcus (2011). "Investments and Portfolio Management". McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Bryman, A. & Bell E. (2017) "Företagsekonomiska forskningsmetoder". Stockholm: Liber.
- Börsstiftelsen i Finland (2012). "Placeringsfondguide 2012" Tillgänglig: <http://www.porssisaatio.fi/se/files/2012/01/Placeringsfondsguide.pdf> [15.11.2017]
- Djurfeldt, G., Larsson, R., & Stjärnhagen, O. (2003) "Statistisk verktygslåda: samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder" Studentlitteratur, Lund, kapitel 2 & 4.
- Elton, E.J. & Gruber, M.J. (1997) "Modern portfolio theory, 1950 to date" *Journal of Banking and finance* Vol. 21. No.1, s. 1743–1759
- Fama, E (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*, Vol. 25, s. 383–417
- Fama, E.F. & French K.R. 2004. "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18 No.3. s. 25–46.
- Finansinspektionen (2014) Handel med fondandelar. Tillgänglig: http://www.finanssivalvonta.fi/se/Finanskund/Finansiella_produkter/Investeringsverksamhet/Placeringsfonder/Handel/Pages/Default.aspx

Finansinspektionen (2018) Fondbolagens marknadsandelar. Tillgänglig:
<http://www.finanssivalvonta.fi/se/Statistik/Vardepappersmarknad/Fondbolagens marknadsandelar/Pages/kuviosivu.aspx>

Finlands bank (2018a) Sijoitusrahastojen lukumäärät rahastotyypeittäin. Tillgänglig:
<https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/sijoitusrahastot/taulukot/sira-taulukot-fi/sijoitusrahastojen-lukumaara-rahastotyypeittain/>

Finlands bank (2018b) Investeringsfondernas fondandelsskuld till investerare fördelad på fondtyper och nettoteckningar totalt. Tillgänglig:
https://www.suomenpankki.fi/sv/statistik/investeringsfonder/diagram/sira-kuviot-sv/sij_rah_osuusvelka_tyyppiluokka nettomerkinat chrt sv/

Grinblatt, M. & Titman, S. (1989) "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quartely Portfolio Holdings" *The Journal of Business*, Vol 62, No. 3, s. 393–416

Gruber, M (1996) "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds" *Journal of Finance*, vol 51, no. 3, s. 783–810

Golafshani N. (2003) "Understanding Reliability and Validity in Qualitative Research" *The Qualitative Report*, Vol.8, No. 4. S. 597-606

Ippolito R (1989) "Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965–1984" *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 104, No. 1, s. 1–23

Jensen, M.C. (1968). "The performance of mutual funds in the period 1945–1964". *Journal of Finance*. Vol. 23. s. 389–416.

Kamstra, M.J., Kramer, L.A., Levi, M.D & Wermers, R. (2015) "Seasonal Asset Allocation: Evidence from Mutual Fund Flows" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 52, No. 1, s. 71–109

Kaplan, S.N. & Schoar, A. (2005) "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows" *The Journal of Finance*, vol. 60, s. 1791–1823

Kendall, M (1953). "The Analysis of Economic Time Series, Part I: Prices". *Journal of the Royal Statistical Society*, 116, 11–34

Korkeamäki, T. & Smythe, T (2004) "Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: Evidence from Finland." *European Financial Management*. Vol. 10, No.3, pp. 413–438.

Lag om placeringsfonder 29.1.1999/48

Markowitz, H. (1952). "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*, vol. 7, s. 77–91.

Mishkin, F.S. (2004) "*The economics of money, banking and financial markets*" Addison-Wesley, Boston.

Oh N. Y. & Parwada J. T. (2007) "Relation between mutual fund flows and stock market returns in Korea", *Journal of International financial markets institutions and money*, s. 140–151

Otten, R. & Schweitzer, M. (2002) "A Comparison Between the European and U.S. Mutual Industry" *Managerial Finance*, Vol. 28, No. 1, s. 14–35

Petajisto (2007) "How Active Is Your Fund Manager?" International Center for Finance Yale School of Management

Sandvall T. (2001) "Essays on Mutual Fund Performance Evaluation" *Ekonomi och samhälle*, nr.97

Savolainen, Henna (2009) "Rahastomarkkinoiden pääomasta katosi vuodessa 25 miljardia" Tillgängligt: <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/rahastomarkkinoiden-paaomasta-katosi-vuodessa-25-miljardia-6153647> [28.3.2018]

Sharpe, W. (1966) "Mutual fund performance" *The Journal of Business*. Vol. 39, No.1, s. 119–138

Shinozawa, Y. & Vivian, A. (2015) "Determinants of money flows into investment trusts in Japan", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 37, s. 138-161

Sirri, E. & Tufano, P. (1998), "Costly search and mutual fund flows", *The Journal of Finance* 53, s.1589–1622.

Suomen sijoitustutkimus, Rahastoraporttiarkisto:

[http://www.sijoitustutkimus.fi/palvelut/instituutiosijoittajille/rahastoraportti/rahas
toraporttiarkisto/](http://www.sijoitustutkimus.fi/palvelut/instituutiosijoittajille/rahastoraportti/rahas
toraporttiarkisto/) [31.10.2018]

Suomen Sijoitustutkimus, Lehdistötiedote: ”Rahastosijoittajalla kelpo vuosi 2017”

<http://www.sijoitustutkimus.fi/2018/01/rahastosijoittajalla-kelpo-vuosi-2017/>
[14.2.2018]

Thaler, R.H. (1987) ”Anomalies: The Januaru effect” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1, No. 1, s. 197–201

Treynor, J.L & Ferguson, R. (1985) ”In defense of technical analysis” *The Journal of Finance*, Vol. 40, No.3. s. 757–773.

William N. Goetzman & Roger G. Ibbotson (1994) ”Do winners repeat? Patterns in mutual fund return behaviour” *The Journal of Portfolio Management*. Vol. 9 s. 9–18